

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Hodnocení finanční výkonnosti vybrané společnosti z automobilového průmyslu a odvětví

Assessment of the Financial Performance of the Chosen Company in the Car Industry and
Sector

Student: Bc. Michal Humený

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2014

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Michal Humený

Studijní program:

N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor:

6202T010 Finance

Specializace:

00 Finance

Téma:

Hodnocení finanční výkonnosti vybrané společnosti z automobilového
průmyslu a odvětví
Assessment of the Financial Performance of the Chosen Company in the
Car Industry and Sector

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska hodnocení finanční výkonnosti podniku a odvětví
 3. Charakteristika vybraného podniku a odvětví
 4. Analýza podniku a odvětví na základě vybraných metod
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:


BREALEY, R. A., S. C. MYERS and F. ALLEN. *Principles of Corporate Finance - Global Edition*. 10th ed. USA: McGraw Hill, 2010. 944 s. ISBN 978-1259009518.
DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 215 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (EVA, MVA, CFROI)*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014


Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry

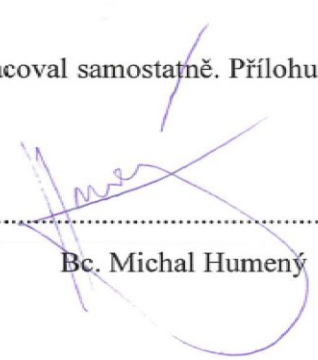



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně. Přílohu č. 1, danou mi k dispozici, jsem samostatně doplnil.“

V Ostravě dňa 25. dubna 2014



.....
Bc. Michal Humený

Pod'akovanie

Touto formou by som sa rád pod'akoval vedúcej mojej diplomovej práce, dekanke Economickej fakulty VŠB-TU Ostrava, prof. Daně Dluhošové za jej trpezlivosť, pomoc a odborné rady, ktoré mi poskytla v priebehu písania diplomovej práce.

Obsah

1 Úvod.....	5
2 Teoretické východiská hodnotenia finančnej výkonnosti podniku a odvetvia	7
2.1 Koncepcia hodnotenia finančnej výkonnosti	8
2.2 Tradičné ukazovatele finančnej analýzy	10
2.2.1 Analýza trendov a analýza štruktúry	10
2.2.2 Analýza pomerových ukazovateľov	11
2.2.3 Rozdielové ukazovatele.....	20
2.2.4 Sústavy ukazovateľov	21
2.3 Trhové ukazovatele finančnej analýzy.....	26
2.4 Ekonomické ukazovatele finančnej analýzy	26
2.5 Ekonomická pridaná hodnota EVA ako meradlo finančnej výkonnosti.....	27
2.5.1 Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty EVA	28
2.6 Náklady kapitálu	29
2.6.1 Vplyv kapitálovej štruktúry na náklady kapitálu	30
2.6.2 Náklady na celkový kapitál	31
2.6.3 Náklady na cudzí kapitál	31
2.6.4 Náklady na vlastný kapitál	32
2.7 Metódy analýzy odchýliek ukazovateľov	38
2.7.1 Metóda pyramídového rozkladu.....	39
2.7.2 Rozklad ukazovateľa ROE	44
2.7.3 Rozklad ukazovateľa EVA.....	45
2.7.4 Analýza citlivosti vplyvov	45
2.8 Spôsoby porovnania výsledkov finančnej analýzy	46
3 Charakteristika vybraného podniku a odvetvia.....	47
3.1 Charakteristika odvetvia – automobilový priemysel v ČR	47
3.2 Charakteristika spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech	50
3.2.1 História a súčasnosť spoločnosti	50

3.2.2 Vedenie spoločnosti a organizačná štruktúra	51
3.2.3 Produkcia spoločnosti	52
4 Analýza podniku a odvetvia na základe vybraných metód	53
4.1 Finančná analýza trendov a štruktúry spoločnosti HMMC	53
4.1.1 Analýza trendov- horizontálna analýza	53
4.1.2 Analýza štruktúry – vertikálna analýza	58
4.2 Finančná analýza pomerových ukazovateľov spoločnosti HMMC	62
4.2.1 Výsledok hospodárenia spoločnosti a ukazovatele rentability	62
4.2.2 Ukazovatele zadlženosti	64
4.2.3 Ukazovatele likvidity	66
4.2.4 Ukazovatele aktivity	68
4.3 Finančná analýza sústav ukazovateľov spoločnosti HMMC	70
4.3.1 Beaverov model	70
4.3.2 Kralickov Quick-test	70
4.3.3 Index IN05	72
4.4 Stanovenie nákladov kapitálu	73
4.5 Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty	75
4.6 Pyramídové rozklady ukazovateľov	77
4.6.1 Pyramídový rozklad ukazovateľa ROE	77
4.6.2 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA	79
4.7 Analýza citlivosti vplyvov	82
4.8 Porovnanie spoločnosti HMMC s odvetvím	83
4.9 Zhodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti HMMC a odporúčenia	88
5 Záver	92
Zoznam použitej literatúry	93
Zoznam skratiek	96
Prohlásení o využití výsledků diplomové práce	99
Zoznam príloh	100

Prílohy	101
----------------------	------------

1 Úvod

V dynamickom prostredí súčasnej ekonomiky, ktorá je charakteristická neustálymi zmenami, sa do popredia záujmu manažérov dostáva orientácia na finančnú výkonnosť spoločnosti. Poznanie finančnej výkonnosti podniku dáva manažérom silný nástroj, pomocou ktorého môžu robiť kvalifikované rozhodnutia a tak zvládnuť úspešný boj so svojou konkurenciou. Na manažérov podnikov sú kladené nároky aj zo strany vlastníkov podniku, ktorí požadujú maximalizáciu trhovej hodnoty spoločnosti. Hodnotu spoločnosť vytvorí vtedy, keď je výnosnosť vyššia ako u alternatívnej investície. Medzi základné finančné ukazovatele finančnej analýzy patria ukazovatele rentability, likvidity, zadlženosti a aktivity. Okrem nich do tejto skupiny spadá aj analýzy trendov a štruktúry. Zo základných ukazovateľov potom možno odvodiť sústavy ukazovateľov, ktorých zmyslom je vyjadriť finančnú situáciu a výkonnosť podniku jedným číslom. To, či spoločnosť tvorí hodnotu pre svojich akcionárov sa dá zistiť napríklad pomocou ekonomickej pridanej hodnoty. Na základe výsledkov uvedených ukazovateľov finančnej analýzy sa dá odvodiť celková finančná výkonnosť podniku.

Cieľom diplomovej práce je analyzovať a zhodnotiť finančnú výkonnosť spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o., ktorej hlavným predmetom činnosti je výroba osobných automobilov, a porovnať ju s odvetvím, v ktorom spoločnosť pôsobí. Finančná výkonnosť bude zanalyzovaná a zhodnotená na základe výsledkov finančnej analýzy finančných výkazov v období medzi rokmi 2008 až 2012 pomocou analýzy štruktúry a trendov, analýzy pomerových ukazovateľov, analýzy sústav ukazovateľov, analýzy ekonomickej pridanej hodnoty a citlivostnej analýzy.

Diplomová práca je rozdelená do piatich kapitol a mimo úvodu a záveru bude obsahovať tri hlavné časti.

V prvej časti diplomovej práce, v druhej kapitole, budú popísané teoretické východiská hodnotenia finančnej výkonnosti podniku, a teda v nej bude rozobratá metodika hodnotenia finančnej výkonnosti podniku. Popis metodiky zahŕňa popis koncepcie hodnotenia finančnej výkonnosti, popis analýzy trendov a štruktúry, pomerových ukazovateľov, rozdielových ukazovateľov, trhových ukazovateľov a ekonomických ukazovateľov finančnej analýzy. Spomedzi ekonomických ukazovateľov bude bližšie špecifikovaný ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty EVA. Okrem toho sa v danej kapitole bude nachádzať aj popis metódy analýzy odchýlok ukazovateľov, popis pyramídového rozkladu ukazovateľa EVA, popis pyramídového

rozkladu rentability vlastného kapitálu ROE, popis analýzy citlivosti vplyvov a v neposlednom rade popis spôsobov porovnania výsledkov finančnej analýzy.

V druhej časti diplomovej práce, v tretej kapitole, bude bližšie charakterizovaná spoločnosť, ktorej finančná výkonnosť bude hodnotená. Touto spoločnosťou je nošovická automobilka Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o. Keďže cieľom práce je porovnať finančnú výkonnosť danej spoločnosti s odvetvím, v tejto kapitole sa bude nachádzať aj popis odvetvia, v ktorom spoločnosť pôsobí, a teda popis automobilového priemyslu.

Tretia časť diplomovej práce, štvrtá kapitola, bude venovaná praktickej aplikácii teoretických poznatkov na vybranú spoločnosť, a teda bude zhodnotená finančná výkonnosť spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o., na základe údajov nachádzajúcich sa vo zverejnených finančných výkazoch spoločnosti v období 2008 až 2012. Hodnoty vybraných ukazovateľov budú následne porovnané s odvetvovými hodnotami rovnakých ukazovateľov a bude vykonaná analýza citlivosti vplyvov. V závere tretej časti budú zhodnotené dosiahnuté výsledky, ale taktiež budú uvedené odporúčania pre spoločnosť.

2 Teoretické východiská hodnotenia finančnej výkonnosti podniku a odvetvia

Podľa Dluhošovej (2004a) je „*finančná výkonnosť jedným zo základných cieľových kritérií riadenia firiem a odvetvia.*“ Podľa Frosta (2005) pojem „výkonnosť“ možno chápať ako schopnosť podniku čo najlepšie zhodnotiť investície vložené do podnikateľských aktivít. „*V súčasnej dobe ovplyvňujú podnikovú sféru a jej chovanie globalizačné trendy, zostrovanie konkurencie, otváranie nových trhov, fúzie a akvizície. Do popredia záujmu manažérov sa dostáva nutnosť dlhodobej orientácie podnikov na výkonnosť, najmä v procese hodnotenia úspešnosti sa stávajú kľúčovými pojmami výkonnosť podnikov, meranie výkonnosti a riadenie hodnoty firmy.*“ píše Dluhošová (2004b, s. 17).

Dluhošová (2010) uvádza, že prístupy k meraniu finančnej výkonnosti sú integrálnou súčasťou finančného riadenia firmy a prešli si postupným vývojom. Odráža sa v nich technicko-ekonomický typ ekonomiky, informačné možnosti, ale aj stupeň poznania riadenia ekonomických systémov. Tento vývoj sa odohrával v priebehu posledných desiatok rokov. Počas tohto obdobia došlo k myšlienkovému odklonu hodnotenia efektívnosti podnikových aktivít od tradičných ukazovateľov výkonnosti smerom k trhovým ukazovateľom výkonnosti.

Nová koncepcia finančného riadenia je postavená na riadení hodnoty pre vlastníka (angl.: Shareholder Value). Shareholder Value je založená na modifikovaných finančných ukazovateľoch. Tieto modifikované ukazovatele umožňujú lepšie a úspešnejšie identifikovať procesy a činnosti, ktoré reálne a dlhodobo zvyšujú hodnotu pre akcionárov a tiež celkovú hodnotu spoločnosti. Podľa Dluhošovej (2010) možno Shareholder Value vnímať v dvoch dimenziách:

1. Shareholder Value ako meradlo výkonu (finančnú veličinu),
2. Shareholder Value ako najvyšší podnikový cieľ (cieľ podniku).

Shareholder Value ako meradlo výkonu možno chápať ako snahu o maximalizáciu bohatstva akcionárov, ktorí vložili svoje prostriedky do spoločnosti a ako racionálni investori očakávajú dlhodobý výnos zo svojej investície.

Dluhošová (2010) uvádza, že Shareholder Value ako najvyšší podnikový cieľ možno chápať v tom zmysle, že podnik je videný ako nástroj pre splnenie záujmu akcionárov. Do popredia sa dostáva maximalizácia úžitku akcionárov prostredníctvom maximalizácie majetku akcionárov. Oproti prístupu Shareholder Value stojí prístup Stakeholder Approach, v ktorom sú okrem záujmov akcionárov do cieľa zahrnuté tiež záujmy ďalších zúčastnených, napr. veriteľov, investorov, zamestnancov atď.

Citujúc Dluhošovú (2010, s. 16) „Rozdiel medzi oboma konceptmi spočíva v tom, že pri Shareholder Value koncepte je uspokojenie požiadavkou zákazníka alebo záujmu zamestnanca brané ako prostriedok pre dosiahnutie vyššieho cieľa, a teda ako tvorba hodnoty pre akcionára, a nie ako cieľ sám o sebe.“

V druhej kapitole sa nachádza popis metodológie hodnotenia finančnej výkonnosti podniku a odvetvia. Zároveň je v nej poukázané na to, ako môžu finančné výkazy pomôcť finančnému analytikovi, ale aj iným subjektom, ktorí majú o to záujem, porozumieť celkovej finančnej výkonnosti a ako môžu niektoré kľúčové ukazovatele upozorniť na potenciálne problémové oblasti. Informácie potrebné pre napísanie tejto kapitoly boli čerpané z: Brealey et al. (2010); Dluhošová (2004a); Dluhošová (2004b); Dluhošová (2010); Mařík (2011); Mařík et al. (2005); Neumaierová et al. (2005), Neumaierová et al. (2009), Zalai (2008), Zmeškal et al. (2013) a z internetovej stránky venujúcej sa finančnej analýze podnikov <http://www.fap.sk/>, ak nie je uvedené inak.

2.1 Koncepcia hodnotenia finančnej výkonnosti

Koncepcia hodnotenia celkovej finančnej výkonnosti je postavená na:

- a) fundamentálnej (kvalitatívnej) ekonomickej analýze,
- b) technickej (kvantitatívnej) ekonomickej analýze.

Pomocou fundamentálnej (kvalitatívnej) ekonomickej analýzy sa hodnotí vnútorné a vonkajšie ekonomické prostredie podniku v práve prebiehajúcej fáze životnosti s prihliadnutím na základný cieľ podniku. Jej základnou úlohou je identifikovať trhovú pozíciu a trhovú potenciál podniku v rámci hospodárskej súťaže v konkrétnom makroekonomickom a mikroekonomickom prostredí.

Úlohou technickej (kvantitatívnej) ekonomickej analýzy je definovať príčinné faktory (činitele) a určiť intenzitu ich pôsobenia na výsledný jav. Tieto príčinné faktory (činitele) sú následne vyjadrené pomocou konkrétneho ukazovateľa. Pri technickej ekonomickej analýze sa ako základný nástroj využíva matematicko-štatistický aparát, ako aj ďalšie algoritmizované nástroje slúžiace na spracovanie základných ekonomických ukazovateľov.

Ukazovatele merania finančnej výkonnosti možno podľa sily vplyvu pôsobenia finančných trhov a miery prechodu od účtovných k trhovým hodnotovým kategóriám rozdeliť na tri skupiny:

1. tradičné ukazovatele finančnej výkonnosti vychádzajúce z účtovných informácií, napr. EBIT (angl.: Earnings Before Interests and Taxes), EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization), ROE (angl.: Return on Equity), ROA (angl.: Return on Assets) atď.;
2. ekonomické ukazovatele finančnej výkonnosti založené podľa ekonomickej teórie na kategórii ekonomický zisk, resp. nadzisk, napr. ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty (skratka EVA, angl.: Economic Value Added) alebo ukazovateľ čistej súčasnej hodnoty (skratka NPV, angl.: Net Present Value);
3. trhové ukazovatele finančnej výkonnosti, ktoré sú vysoko citlivé na vývoj akciového trhu, pričom hodnotia výkonnosť podniku z pohľadu trhu. Ide napr. o ukazovateľ trhovej pridanej hodnoty (skratka MVA, angl.: Market Value Added) alebo ukazovateľ trhového výnosu akciového kapitálu (skratka TSR, angl.: Total Shareholder Return).

Dôležitým nástrojom finančného riadenia firmy je finančná analýza. Finančná analýza je analýzou financií podniku. Ako uvádza Nývltová et. al. (2010, s. 162), *„Úlohou finančnej analýzy ako integrálnej súčasti finančného riadenia je pomocou jej vlastných nástrojov diagnostikovať finančnú kondíciu podniku, identifikovať odchýlky od požadovaných parametrov, analyzovať príčiny ich vzniku a definovať konkrétne opatrenia, ktorých splnenie je predpokladom dosahovania strategických cieľov podniku.“*

„Do finančnej analýzy sa premieta objem a kvalita výroby, úroveň marketingovej a obchodnej činnosti, inovačná aktivita a ďalšie podnikové činnosti. Finančnú analýzu je teda nutné chápať ako komplexný, viackriteriálny model skladajúci sa z množstva čiastkových charakteristík a ich väzieb.“ píše Dluhošová (2010, s. 71).

Finančné údaje sú dôležitým zdrojom informácií o podniku. Odrážajú úroveň podniku a jeho konkurencieschopnosť. Medzi popredných užívateľov finančných údajov a výsledkov finančnej analýzy patria napr. vlastníci podniku, akcionári, manažment, zamestnanci, verejnosť, dodávatelia, odberatelia atď.

Medzi najdôležitejšie, východiskové zdroje informácií potrebné pre finančnú analýzu patria výkazy finančného účtovníctva, a teda súvaha, výkaz ziskov a strát a výkaz peňažných tokov. Ďalej sa do tejto skupiny radia aj výkazy vnútropodnikového účtovníctva, ktoré si každý podnik upravuje sám, a teda nepodliehajú žiadnej jednotnej metodologickej úprave.

Medzi ďalšie zdroje informácií relevantných pre finančnú analýzu patria finančné informácie, napr. výročné správy, vnútropodnikové informácie, prognózy finančných analytikov, kvantifikované nefinančné informácie, ako podnikové štatistiky produkcie, odbytu, zamestna-

nosti, prospekty, normy, smernice atď. A nakoniec sem patria aj nekvantifikovateľné informácie, napr. správy vedúcich pracovníkov jednotlivých útvarov firmy, komentáre manažérov, komentáre odbornej tlače a pod.

Metódy, ktoré sa používajú pri finančnej analýze, možno členiť na deterministické metódy a metódy matematicko-štatistické. Medzi deterministické metódy patrí analýza trendov (horizontálna analýza), analýza štruktúry (vertikálna analýza), vertikálno-horizontálna analýza, pomerová analýza, analýza sústav ukazovateľov a analýza citlivosti. Medzi matematicko-štatistické metódy patrí regresná analýza, diskriminačná analýza, analýza rozptylu a testovanie štatistických hypotéz (t-test a F-test).

2.2 Tradičné ukazovatele finančnej analýzy

Tradičné ukazovatele finančnej analýzy patria medzi najpoužívannejšie ukazovatele. Pri výpočte ich hodnôt sa vychádza z účtovných dát. Je to z dôvodu, že ich vypovedacia schopnosť je vysoká a možnosti využitia široké. Na druhej strane tradičné ukazovatele finančnej analýzy vykazujú určité nedostatky. Medzi tieto nedostatky možno zaradiť ich skreslenie v dôsledku účtovných konvencií, neberú do úvahy skutočné náklady kapitálu a riziko a sú založené na účtovnej definícii zisku, ktorá len zriedka vyjadruje schopnosť generovať peňažné toky.

Vzorce uvedené v nasledujúcich kapitolách, ich charakteristika a ostatné údaje uvedené v nasledujúcich podkapitolách kapitoly 2 pochádzajú z odbornej literatúry uvedenej v úvode kapitoly 2, ak nie je uvedené inak.

2.2.1 Analýza trendov a analýza štruktúry

Horizontálna analýza (analýza trendov) umožňuje posúdiť vývoj hodnôt súhrnných ukazovateľov a ich zmien v čase. Najčastejšie sa posudzujú hodnoty a zmeny týchto ukazovateľov: tržby, zisk, náklady, aktíva, pasíva atď. Vďaka týmto časovým radom sa môže detailne preskúmať vývoj a predikovať dlhodobý trend vývoja hodnôt týchto významných finančných položiek. Výsledky sa interpretujú obozretne a komplexne, do úvahy sa berú absolútne aj relatívne zmeny. Pre hodnotu absolútnej zmeny ukazovateľa platí, že:

$$\Delta U_{absolútna} = U_t - U_{t-1}, \quad (2.1)$$

kde U_t je hodnota ukazovateľa v bežnom období a U_{t-1} je hodnota ukazovateľa v predchádzajúcom období.

Pre hodnotu relatívnej zmeny ukazovateľa platí, že:

$$\Delta U_{relatívna} = \frac{\Delta U_{absolútna}}{U_{t-1}} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde $\Delta U_{absolútna}$ je hodnota absolútnej zmeny ukazovateľa, U_t je hodnota ukazovateľa v bežnom období a U_{t-1} je hodnota ukazovateľa v predchádzajúcom období.

Vertikálna analýza (analýza štruktúry) umožňuje posúdiť čiastkové zložky vo vybranom súhrnnom ukazovateli vrátane vývoja štruktúry v čase. Najčastejšie sa využíva pri analýze aktív a pasív firiem (rozbere majetkovej štruktúry firmy), tržieb, ziskov, a i.

$$Podiel\ na\ celku = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde U_i je hodnota jednotlivého ukazovateľa a $\sum U_i$ je súčet hodnôt jednotlivých ukazovateľov.

2.2.2 Analýza pomerových ukazovateľov

Analýza pomerových ukazovateľov je jednou z najpoužívanějších tradičných metód finančnej analýzy. Pri pomerovej analýze sú systematicky analyzované sústavy vybraných pomerových ukazovateľov. Ukazovatele sú zostavené ako pomer hodnôt položiek prebratých alebo vypočítaných z údajov nachádzajúcich sa vo finančných výkazoch. Pri zostavovaní pomerových ukazovateľov je potrebné, aby medzi položkami existovala vzájomná súvislosť, a teda musí byť jasne definovaná konštrukcia pomerového ukazovateľa. Taktiež je potrebné dbať na správnu interpretáciu pomerového ukazovateľa. Správne zostavené ukazovatele potom umožňujú porovnať finančnú situáciu spoločnosti s finančnou situáciou iných spoločností s obdobným zameraním. Taktiež môžu slúžiť ako vstupný údaj pre sústavy ukazovateľov, na základe ktorých možno identifikovať určité anomálie a určitý vývoj, ktorý je charakteristický pre ohrozené podniky.

Medzi základné skupiny pomerových ukazovateľov finančnej analýzy patria ukazovatele rentability, ukazovatele finančnej stability a zadlženosti, ukazovatele likvidity, ukazovatele aktivity a ukazovatele vychádzajúce z údajov kapitálového trhu.

2.2.2.1 Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability patria medzi tradičné ukazovatele finančnej výkonnosti. Rentabilita (výnosnosť) je jedným z najhlavnejších kritérií hospodárenia podniku. Vyjadruje schopnosť podniku dosahovať zisk z vložených prostriedkov (kapitálu). Ukazovatele rentability sa počítajú ako pomer daného výsledku hospodárenia k vynaloženým prostriedkom, napr. k vlastnému kapitálu, cudziemu kapitálu a pod., a vyjadrujú sa v %.

Ukazovateľ rentability majetku (skratka ROA, angl.: Return on Assets) vyjadruje zárobkovú schopnosť podniku, mieru výnosu aktív, návratnosť aktív. Ukazovateľ je považovaný za kľúčové meradlo rentability, pretože dáva do pomeru zisk s celkovými aktívami investovanými do podnikania bez ohľadu na to, z akého zdroju sú financované. Hodnota ukazovateľa vyjadruje, koľko peňažných jednotiek čistého zisku dokázal podnik vygenerovať z 1 peňažnej jednotky aktív podniku. Hodnota ukazovateľa by mala mať rastúci trend.

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4)$$

kde $EBIT$ je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi a A sú celkové aktíva.

Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu (skratka ROE, angl.: Return on Equity) vyjadruje zhodnotenie vkladu vlastníkov do podniku, resp. efektívnosť firmy z pohľadu vlastníka. Hodnota ukazovateľa vyjadruje, koľko peňažných jednotiek čistého zisku dokázal podnik vygenerovať z jednej peňažnej jednotky vlastného kapitálu. Hodnota ukazovateľa by mala mať rastúci trend.

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.5)$$

kde EAT je výsledok hospodárenia po zdanení, resp. čistý zisk a VK je vlastný kapitál.

Ukazovateľ rentability dlhodobých zdrojov (skratka ROCE, angl.: Return on Capital Employed) vyjadruje efekt z dlhodobých investícií. Daným ukazovateľom sa hodnotí význam dlhodobého investovania na základe určenia výnosnosti vlastného kapitálu v spojení s dlhodobými cudzími zdrojmi. Investovaný kapitál sa vzťahuje len na spoplatnený kapitál. ROCE je ukazovateľ, ktorý sa často používa na medzipodnikové porovnanie. Hodnota ukazovateľa by mala mať rastúci trend.

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + Dlhodobé CZ}, \quad (2.6)$$

kde *EBIT* je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi, *VK* je vlastný kapitál, a *Dlhodobé CZ* sú dlhodobé cudzie zdroje.

Ukazovateľ rentability tržieb (skratka ROS, angl.: Return on Sales) predstavuje stupeň ziskovosti, a teda množstvo čistého zisku, ktoré pripadá na 1 peňažnú jednotku tržieb. Tento ukazovateľ je vhodný najmä pre porovnanie v čase a medzipodnikové porovnanie. Hodnota ukazovateľa by mala mať rastúci trend.

$$ROS = \frac{EAT}{T}, \quad (2.7)$$

kde *EAT* je výsledok hospodárenia po zdanení, resp. čistý zisk a *T* sú tržby.

2.2.2.2 Ukazovatele finančnej stability a zadlženosti

Ukazovatele analýzy zadlženosti sprostredkujú obraz o štruktúre finančných zdrojov podniku. Poskytujú informácie o tom, ako firma financuje svoj majetok. Analýza zadlženosti pomáha nájsť optimálny vzťah medzi vlastným a cudzím kapitálom.

Ukazovateľ celkovej zadlženosti vyjadruje pomer celkových dlhov podniku k celkovému majetku, resp. celkovému kapitálu, a teda vyjadruje podiel veriteľov na celkovom kapitále, z ktorého je financovaný majetok firmy. Zadlženosť ovplyvňuje veriteľské riziko, ale aj výnosnosť podniku. Čím vyššia je hodnota ukazovateľa celkovej zadlženosti, tým je väčšie veriteľské riziko. Zadlženosť však sama o sebe nie je negatívnou charakteristikou podniku. Hodnota ukazovateľa však môže byť vyššia, pokiaľ je podnik schopný z celkového investovaného kapitálu vyprodukovať vyšší výnos, ako je výška úrokov za použitý cudzí kapitál.

$$\text{Celková zadlženosť} = \frac{CZ}{P}, \quad (2.8)$$

kde *CZ* sú cudzie zdroje a *P* sú pasíva.

Analytickými ukazovateľmi celkovej zadlženosti sú **ukazovatele dlhodobej a bežnej zadlženosti**. Tieto ukazovatele vyjadrujú pomer dlhodobých cudzích zdrojov na hodnote celko-

vého kapitálu, resp. pomer krátkodobých cudzích zdrojov na hodnote celkového kapitálu, a teda pomáha nám bližšie rozlíšiť dlhodobú a krátkodobú časť cudzích zdrojov na hodnote celkového kapitálu.

$$\text{Dlhodobá zadlženost}' = \frac{\text{Dlhodobé CZ}}{P}, \quad (2.9)$$

kde *Dlhodobé CZ* sú dlhodobé cudzie zdroje a *P* sú pasíva.

$$\text{Bežná zadlženost}' = \frac{\text{Krátkodobé CZ}}{P}, \quad (2.10)$$

kde *Krátkodobé CZ* sú krátkodobé cudzie zdroje a *P* sú pasíva.

Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu vypovedá o tom, aký je pomer cudzích zdrojov voči vlastným zdrojom. Akceptovateľná zadlženosť vlastného kapitálu závisí na fáze vývoja spoločnosti a postoji vlastníka k riziku. V stabilných spoločnostiach sa pohybuje v rozmedzí 80 % až 120 %.

$$\text{Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu} = \frac{CZ}{VK}, \quad (2.11)$$

kde *CZ* sú cudzie zdroje a *VK* je vlastný kapitál.

Ukazovateľ podielu vlastného kapitálu (skratka ER, angl.: Equity Ratio) na aktívach vyjadruje schopnosť samofinancovania podniku, čiže schopnosť krytia majetku vlastným kapitálom. Zvyšovanie hodnoty ukazovateľa všeobecne znamená upevňovanie finančnej stability. Neúmerne vysoká hodnota ukazovateľa však môže viesť k poklesu výnosnosti vložených prostriedkov.

$$\text{Podiel vlastného kapitálu na aktívach} = \frac{VK}{A}, \quad (2.12)$$

kde *VK* je vlastný kapitál a *A* sú celkové aktíva.

Fixné aktíva firmy by mali byť pokryté dlhodobým kapitálom. Tento vzťah vyjadruje **stupeň krytia stálych aktív**. Čím je tento ukazovateľ vyšší, tým je lepšia aj finančná stabilita

firmy. Hodnota stupňa krytia stálych aktív by mala byť aspoň 1. V percentuálnom vyjadrení aspoň 100%.

$$\text{Stupeň krytia stálych aktív} = \frac{VK + \text{Dlhodobé CZ}}{FA}, \quad (2.13)$$

kde VK je vlastný kapitál, Dlhodobé CZ sú dlhodobé cudzie zdroje a FA sú fixné aktíva, resp. dlhodobé aktíva. Súčet $VK + \text{Dlhodobé CZ}$ predstavuje hodnotu dlhodobého kapitálu.

Významným ukazovateľom v rámci finančnej analýzy je aj **ukazovateľ úrokového krytia**. Hodnota daného ukazovateľa hovorí o tom, koľkokrát sú úroky kryté výsledkom hospodárenia pred zdanením a úrokmi, a teda koľkokrát je zaistené splatenie úrokov. Ak je hodnota rovná 100 % znamená to, že podnik zarobí iba na úroky, a teda vytvorený zisk je nulový. Ak je hodnota menšia ako 100 % znamená to, že podnik nedokáže zarobiť ani na úroky. Hodnota tohto ukazovateľa by teda mala byť viac ako 100 %.

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{EBIT}{NÚ}, \quad (2.14)$$

kde $EBIT$ je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi, a $NÚ$ sú nákladové úroky.

Ukazovateľ úrokového zaťaženia je prevrátenou hodnotou ukazovateľa úrokového krytia. Hodnota ukazovateľa vyjadruje, akú časť výsledkom hospodárenia pred zdanením a úrokmi odčerpávajú úroky. Hodnota ukazovateľa je závislá najmä na rentabilite činnosti podniku, na zdrojoch financovania činnosti podniku, na úrokovej sadzbe atď. Pokiaľ má podnik dlhodobu nízke úrokové zaťaženie, môže si dovoliť vyšší podiel cudzích zdrojov. Mohlo by sa zdať, že je dobré znižovať hodnotu tohto ukazovateľa, avšak rozhodujúca je výnosnosť vložených prostriedkov a úrokovej miery.

$$\text{Úrokové zaťaženie} = \frac{NÚ}{EBIT}, \quad (2.15)$$

kde $NÚ$ sú nákladové úroky a $EBIT$ je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi.

Majetkový koeficient je známy aj pod názvom **finančná páka**. Tento ukazovateľ je dôležitý najmä z toho hľadiska, že všetky spoločnosti sa usilujú dosiahnuť optimálny pomer medzi vlastnými a cudzími zdrojmi. Krytie potrieb vlastnými zdrojmi je drahšie ako ich krytie

cudzími zdrojmi. So stúpajúcou hodnotou cudzích zdrojov stúpa zadlženosť, zvyšuje sa veriteľské riziko. Zadlženosť však nemusí byť nutne negatívnou charakteristikou spoločnosti. V zdravom podniku môže rast jej hodnoty prispievať k celkovej rentabilite, a tým aj k trhovej hodnote spoločnosti.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{A}{VK}, \quad (2.16)$$

kde A sú celkové aktíva a VK je vlastný kapitál.

2.2.2.3 Ukazovatele likvidity

Pri hodnotení finančnej situácie podniku je dôležité zistiť, či je podnik vôbec schopný včas uhrádzať svoje záväzky a ak áno, v akom rozsahu. Finančne stabilná firma je schopná uhrádzať svoje záväzky včas a naopak, firma s finančnými problémami má s úhradou svojich záväzkov ťažkosti.

Ukazovateľ okamžitej likvidity vyjadruje vzťah medzi najlikvidnejšou časťou majetku a krátkodobými záväzkami. Interval, v ktorom by sa hodnota okamžitej likvidity mala pohybovať, je závislý od odvetvia, v ktorom podnik pôsobí. Približne by sa však hodnota mala nachádzať v rozmedzí od 0,2 do 0,8 peňažnej jednotky na 1 jednotku krátkodobých záväzkov.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{KFM}{\text{Krátkodobé záv.}}, \quad (2.17)$$

kde KFM je krátkodobý finančný majetok a *Krátkodobé záv.* sú krátkodobé záväzky.

Ukazovateľ bežnej likvidity vyjadruje, aké množstvo krátkodobých záväzkov je kryté finančným majetkom a krátkodobými pohľadávkami, ak nedôjde k predaju zásob. Interval, v ktorom by sa bežná likvidita mala pohybovať, je závislý od odvetvia, v ktorom podnik pôsobí. Približne by sa však hodnota mala nachádzať v rozmedzí od 1 do 1,5 peňažnej jednotky na 1 jednotku krátkodobých záväzkov.

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{KFM + \text{Krátkodobé pohl.}}{\text{Krátkodobé záv.}}, \quad (2.18)$$

kde KFM je krátkodobý finančný majetok, *Krátkodobé pohl.* sú krátkodobé pohľadávky a *Krátkodobé záv.* sú krátkodobé záväzky.

Zmyslom **ukazovateľa celkovej likvidity** je to, že stavia do pomeru objem obežných aktív ako potenciálny objem peňažných prostriedkov s objemom krátkodobých záväzkov. Interval, v ktorom by sa hodnota celkovej likvidity mala pohybovať, je závislý od odvetvia, v ktorom podnik pôsobí. Približne by sa však hodnota mala nachádzať v rozmedzí od 1,5 do 2,5 peňažnej jednotky na 1 jednotku krátkodobých záväzkov.

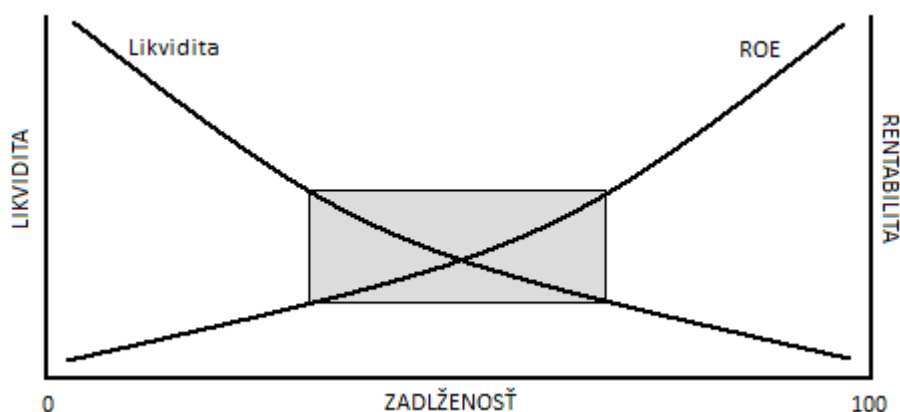
$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{\text{Krátkodobé záv.}}, \quad (2.19)$$

kde *OA* sú obežné aktíva a *Krátkodobé záv.* sú krátkodobé záväzky.

2.2.2.4 Vzájomný vzťah medzi zadlženosťou, rentabilitou a likviditou

Základným predpokladom úspešnosti podniku je zaistenie rentability, ktorá popisuje výnosnosť použitých zdrojov. Pozitívny vývoj rentability sa prejavuje v raste majetku. Finančná stabilita podniku je zabezpečená správnym pomerom cudzích a vlastných zdrojov financovania podniku. Tento pomer charakterizujú ukazovatele zadlženosti. Odrazom štruktúry a obratu pracovného kapitálu je schopnosť podniku plniť svoje záväzky. Túto schopnosť vyjadrujú ukazovatele likvidity.

Obrázok 2.1: Vzájomné vzťahy medzi zadlženosťou, rentabilitou a likviditou



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Dluhošovej (2010, s. 91)

Dluhošová (2010, s. 90) píše, že „Tieto tri charakteristiky podniku možno vyjadriť konkrétne pomocou ukazovateľov rentability vlastného kapitálu, finančnej páky a pohotovej likvi-

dity. S rastom zadlženosti, za predpokladu zanedbania nákladov bankrotu, rastie rentabilita vlastného kapitálu v dôsledku daňového štítu. Na druhej strane s rastom zadlženosti klesá likvidita podniku, lebo rastie nebezpečenstvo, že podnik nebude schopný splácať záväzky. Je teda zrejmé, že nie je možné dosahovať vysokú rentabilitu a zároveň nízku likviditu. Voľba hodnôt týchto troch ukazovateľov závisí na fáze vývoja firmy a na riziku, ktoré je podnik ochotný podstúpiť.“

Úlohou finančného riadenia, a teda finančných manažérov, je nájsť kompromisné riešenie vzájomného vzťahu medzi zadlženosťou, rentabilitou a likviditou.

Na **Obrázku 2.1** je zobrazený vzájomný vzťah medzi zadlženosťou, rentabilitou a likviditou. Kompromisné riešenie je na danom obrázku zobrazené ako vyplnený šedý obdĺžnik okolo priesečníku priamky likvidity a priamky ROE.

2.2.2.5 Ukazovatele aktivity

Ďalšou dôležitou skupinou finančných ukazovateľov sú ukazovatele aktivity. Poskytujú informácie o účinnosti využívania majetku.

Ukazovateľ doby obratu celkových aktív vyjadruje produkčnú efektívnosť podniku. Podnik by sa mal snažiť o znižovanie hodnoty tohto ukazovateľa. Ukazovateľ vyjadruje, za aký čas dôjde k obratu celkových aktív (majetku) vo vzťahu k tržbám. Pozitívne sa hodnotí čo najkratšia doba obratu.

$$\text{Doba obratu aktív} = \frac{\emptyset A}{T} \cdot 360, \quad (2.20)$$

kde $\emptyset A$ sú priemerné celkové aktíva a T sú tržby.

Pomocou **ukazovateľa obratu celkových aktív** sa posudzuje ako účinne podnik využíva svoj celkový majetok. Hodnota ukazovateľa obratu celkových aktív meria intenzitu využívania celkového majetku. Ukazovateľ slúži najmä pre medzipodnikové porovnanie. Hodnota ukazovateľa by mala mať rastúci trend.

$$\text{Obrat celkových aktív} = \frac{T}{\emptyset A}, \quad (2.21)$$

kde T sú tržby a $\emptyset A$ sú priemerné celkové aktíva.

Hodnota **ukazovateľa doby obratu zásob** vypovedá o tom, koľko dní trvá 1 obrátka zásob, t.j. koľko dní trvá, kým prejde priemerný stav zásob transformačným procesom v podniku. Ukazovateľ sa môže používať aj pre jednotlivé druhy zásob, t.j. materiál, tovar, nedokončená výroba a i. Podnik by mal udržiavať hodnotu ukazovateľa na ekonomicky a technicky zdôvodniteľnej výške.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\varnothing Zás}{T} \cdot 360, \quad (2.22)$$

kde $\varnothing Zás$ sú priemerné zásoby a T sú tržby.

Hodnota **ukazovateľa doby obratu pohľadávok** vypovedá o tom, aká je priemerná doba, počas ktorej musí podnik čakať na inkaso svojich pohľadávok. Je to čas od momentu realizácie, fakturácie až po inkaso platby. Tento ukazovateľ hodnotí účinnosť obchodnej a úverovej politiky podniku. Je dôležitý najmä pri plánovaní peňažných tokov podniku. Ak hodnota ukazovateľa dosahuje príliš vysoké hodnoty, je potrebné, aby podnik overil platobnú disciplínu svojich odberateľov.

$$\text{Doba obratu pohľadávok} = \frac{\varnothing \text{Krátkodobé pohl.}}{T} \cdot 360, \quad (2.23)$$

kde $\varnothing \text{Krátkodobé pohl.}$ sú priemerné krátkodobé pohľadávky a T sú tržby.

Na miesto hodnoty priemerných krátkodobých pohľadávok sa môže dosadiť hodnota priemerných krátkodobých pohľadávok z obchodných vzťahov, ktorá viac zohľadňuje obchodný cyklus v podniku.

Hodnota **ukazovateľa doby obratu záväzkov** vypovedá o tom, aká je priemerná doba, za ktorú podnik uhradí svoje záväzky z obchodného styku, čiže doba, na ktorú dodávatelia poskytnú obchodný úver. Vyjadruje platobnú schopnosť podniku, a teda platobnú disciplínu podniku. Tento ukazovateľ je optimálny vtedy, keď je dodržané pravidlo solventnosti. Pravidlo solventnosti hovorí o tom, že doba obratu pohľadávok by mala byť kratšia ako doba obratu záväzkov, pretože než podniku nastane povinnosť platiť svoje záväzky, dostal už od svojich odberateľov zaplatené.

$$\text{Doba obratu záväzkov} = \frac{\varnothing \text{Krátkodobé záv.}}{T} \cdot 360, \quad (2.24)$$

kde \bar{O} Krátkodobé záv. sú priemerné krátkodobé záväzky a T sú tržby.

Na miesto hodnoty priemerných krátkodobých záväzkov sa môže dosadiť hodnota priemerných krátkodobých záväzkov z obchodných vzťahov, ktorá viac zohľadňuje obchodný cyklus v podniku.

2.2.2.6 Ukazovatele vychádzajú z údajov kapitálového trhu

Špecifikom ukazovateľov nachádzajúcich sa v tejto skupine ukazovateľov finančnej analýzy je to, že okrem údajov pochádzajúcich z finančných výkazov vychádzajú aj z údajov kapitálového trhu. Z tohto faktu vyplývajú určité obmedzenia využitia tejto skupiny ukazovateľov finančnej analýzy. Podmienkou pre využitie týchto ukazovateľov je:

1. forma podnikania spoločnosti – akciová spoločnosť,
2. akcie spoločnosti voľne obchodovateľné na kapitálových trhoch.

Do skupiny ukazovateľov vychádzajúcich z údajov kapitálového trhu patria čistý zisk na akciu, Price-Earnings Ratio, dividendový výnos, Payout Ratio, Market-to-Book Ratio a účtovná hodnota akcie.

2.2.3 Rozdielové ukazovatele

Jednou z ďalších metód finančnej analýzy, na základe ktorej možno analyzovať finančnú situáciu podniku, je analýza rozdielových ukazovateľov. Medzi ukazovatele, ktoré sú zaradené do tejto skupiny, patrí ukazovateľ čistých peňažných prostriedkov, ukazovateľ čistého pracovného majetku a ukazovateľ čistého pracovného kapitálu. Kľúčovým ukazovateľom z tejto skupiny ukazovateľov je ukazovateľ čistého pracovného kapitálu.

Ukazovateľ čistého pracovného kapitálu je považovaný za indikátor platobnej schopnosti podniku. Na to, aby si podnik zaistil potrebnú likviditu, musí byť splnená podmienka pokrytia krátkodobých záväzkov obežným majetkom. Čistý pracovný kapitál predstavuje tú časť obežného majetku, ktorá sa počas roka postupne premení na pohotové peňažné prostriedky a po splatení krátkodobých záväzkov môže byť využitá na uskutočnenie podnikových zámerov. Je to tá časť obežného majetku, ktorá je krytá dlhodobými zdrojmi.

$$\check{CPK} = (KFM + \text{Krátkodobé pohľ.} + \text{Zás.}) - \text{Krátkodobé záv.}, \quad (2.25)$$

kde *KFM* je krátkodobý finančný majetok, *Krátkodobé pohl.* sú krátkodobé pohľadávky, *Zás.* sú zásoby a *Krátkodobé záv.* sú krátkodobé záväzky.

Čistý pracovný kapitál možno stanoviť aj nasledujúcim spôsobom:

$$\check{CPK} = (VK + Dlhodobé CZ) - FA, \quad (2.26)$$

kde *VK* je vlastný kapitál, *Dlhodobé CZ* sú dlhodobé cudzie zdroje a *FA* sú fixné aktíva, resp. dlhodobé aktíva. Súčet *VK + Dlhodobé CZ* predstavuje hodnotu dlhodobého kapitálu

Kladná hodnota čistého pracovného kapitálu je považovaná za tzv. „finančný vankúš“, o ktorý možno zmenšiť hodnotu podniku bez toho, aby bola ohrozená jeho finančná podstata píše Mrkvička et al. (2006). Jenčová et al., (2010, s. 97) uvádzajú, že finančný vankúš „...predstavuje určitú rezervu, ktorá je vo firme bežne k dispozícii, presahujúca rámec krátkodobých cudzích zdrojov a firma ju môže kedykoľvek použiť na financovanie svojich podnikateľských aktivít.“

2.2.4 Sústavy ukazovateľov

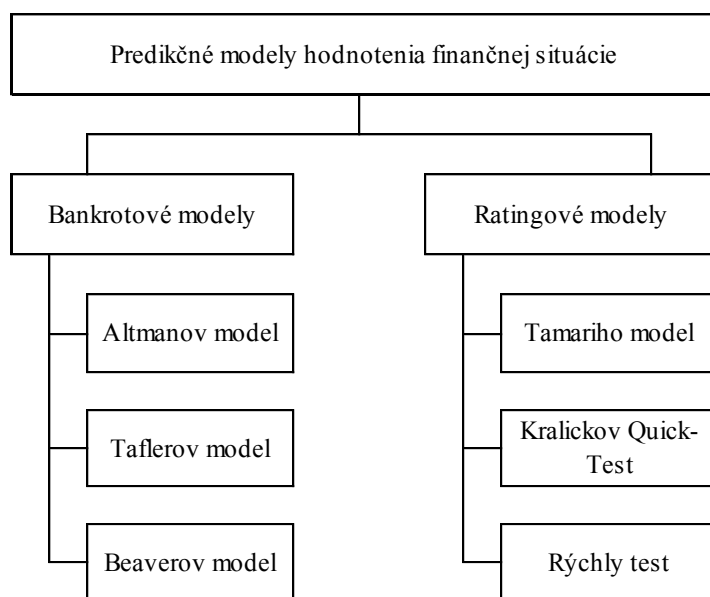
Okrem pomerových ukazovateľov finančnej analýzy sa na hodnotenie finančnej situácie podniku používajú aj súhrnné modely hodnotenia. Ich zmyslom je vyjadriť finančnú situáciu a výkonnosť podniku jedným číslom. V odbornej literatúre sa často hovorí aj o „systéme včasného varovania“ alebo o „predikčných modeloch finančnej úrovne“.

Predikčné modely finančnej úrovne možno rozdeliť do dvoch skupín, a to na modely bankrotové a modely ratingové (bonitné), vid' *Obrázok 2.2*. Hlavným rozdielom týchto dvoch skupín predikčných modelov hodnotenia finančnej úrovne je to, že pri bankrotových modeloch sa hodnotí možnosť úpadku, u ratingových sa hodnotí možnosť zhoršenia finančnej úrovne podniku. Okrem bankrotových a ratingových modelov zobrazených na *Obrázku 2.2*, existujú aj kombinácie týchto modelov, tzv. „bonitno-bankrotové modely“. Do tejto skupiny modelov možno zaradiť Index IN českých autorov Inky a Ivana Neumaierovcov.

Hlavným dôvodom vzniku týchto modelov bola potreba včas rozpoznať príčiny nestability podnikov, ktoré v konečnom dôsledku môžu priviesť podnik k bankrotu. Ich úlohou je identifikovať určité anomálie a určitý vývoj, ktorý je charakteristický pre ohrozené podniky. Pred-

ikčné modely slúžia hlavne investorom a veriteľom, pretože hodnotia podniky podľa ich kvality. Nevýhodou predikčných modelov je absencia viacerých nefinančných charakteristík, ktoré môžu veľmi významne ovplyvniť finančnú situáciu podniku. Z toho vyplýva ich menšia vypovedacia schopnosť a je preto vhodné ich použiť len ako doplnok finančnej analýzy.

Obrázok 2.2: Členenie predikčných modelov hodnotenia finančnej situácie



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Dluhošovej (2010, s. 96)

Pre potreby tejto práce bude bližšie charakterizovaný jeden zástupca bankrotových modelov – Beaverov model, jeden zástupca ratingových modelov – Kralickov Quick-Test a jeden zástupca bonitno-bankrotových modelov – Index IN05.

2.2.4.1 Beaverov model

Model predstavuje zástupcu bankrotových predikčných modelov hodnotenia finančnej situácie. Bol zostavený W. H. Beaverom, ktorý pri svojej práci pároval výber 79 spoločností, ktoré zbankrotovali a 79 spoločností, ktoré nebankrotovali, podľa rovnakého SIC (Standard Industrial Code) a veľkosti. Zo svojej analýzy vyvodil záver, že finančné pomerové ukazovatele majú vypovedaciu schopnosť už 5 rokov pred úpadkom spoločnosti. Za hlavné ukazovatele W. H. Beaver považoval:

$$U1 = \frac{VK}{A}, \quad (2.27)$$

$$U2 = \frac{PH}{A}, \quad (2.28)$$

$$U3 = \frac{BÚaV}{CZ}, \quad (2.29)$$

$$U4 = \frac{CF}{CZ}, \quad (2.30)$$

$$U5 = \frac{ČPK}{A}, \quad (2.31)$$

kde VK je vlastný kapitál, A sú aktíva, PH je pridaná hodnota, $BÚaV$ sú bankové úvery a výpomoci, CZ sú cudzie zdroje, CF je cash-flow, a teda peňažný tok a $ČPK$ je čistý pracovný kapitál.

W. H. Beaver zároveň určil trendy nárastu/poklesu hodnôt jednotlivých ukazovateľov v ohrozených spoločnostiach, viď *Tabuľka 2.1*.

Tabuľka 2.1: Parametre Beaverovho modelu

Ukazovateľ	Trend v ohrozených spoločnostiach
U1	Hodnota klesá
U2	Hodnota klesá
U3	Hodnota rastie
U4	Hodnota klesá
U5	Hodnota klesá

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Dluhošovej (2010, s. 96)

2.2.4.2 Kralickov Quick-test

Kralickov Quick-Test pozostáva zo štyroch ukazovateľov označených R1 až R4. Model predstavuje zástupcu ratingových predikčných modelov hodnotenia finančnej situácie. Podľa Žižku (2009) pochádza každý z týchto ukazovateľov z jednej zo štyroch oblastí finančnej analýzy:

1. R1 – finančná časť, ktorá vyjadruje mieru zadlženia podniku,
2. R2 – likvidná časť, ktorá vyjadruje schopnosť firmy včas splniť svoje záväzky,
3. R3 – rentabilná časť, ktorá vyjadruje efektívnosť hospodárenia – výnosnosť,
4. R4 – výnosová časť, ktorá vyjadruje schopnosť uhradiť záväzky v dôsledku fungovania.

Ukazovateľmi Kralickovho Quick-Testu sú:

$$R1 = \frac{VK}{A}, \quad (2.32)$$

$$R2 = \frac{CZ - KFM}{\text{Prevádzkový CF}}, \quad (2.33)$$

$$R3 = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.34)$$

$$R4 = \frac{\text{Prevádzkový CF}}{\text{Prevádzkové výnosy}}, \quad (2.35)$$

kde VK je vlastný kapitál, A sú celkové aktíva, CZ sú cudzie zdroje, KFM je krátkodobý finančný majetok, Prevádzkový CF je prevádzkový cash-flow, a teda peňažný tok z prevádzkovej činnosti a $EBIT$ je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi.

Tabuľka 2.2: Bodovanie ukazovateľov Kralickovho modelu

Ukazovateľ	Body	4 body	3 body	2 body	1 bod	0 bodov
R1		0,3 a viac	0,2 - 0,3	0,1 - 0,2	0,0 - 0,1	0,0 a menej
R2		3 a menej	3 - 5	5 - 12	12 - 30	30 a viac
R3		0,15 a viac	0,12 - 0,15	0,08 - 0,12	0,00 - 0,08	0,00 a menej
R4		0,1 a viac	0,08 - 0,1	0,05 - 0,08	0,00 - 0,05	0,00 a menej

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Dluhošovej (2010, s. 100)

Na základe bodového hodnotenia výsledkov ukazovateľov Kralickovho Quick-Testu môžeme zhodnotiť finančnú stabilitu (FS), výnosovú situáciu (VS) a celkovú finančnú situáciu podniku (CFSP), na základe nasledujúcich výpočtov:

$$FS = \frac{R1 + R2}{2}, \quad (2.36)$$

$$VS = \frac{R3 + R4}{2}, \quad (2.37)$$

$$CFSP = \frac{FS + VS}{2}. \quad (2.38)$$

Výsledné intervaly pre hodnotenie podnikov sú 1 a 3.

- Pokiaľ je výsledná hodnota nižšia ako 1, zhoršuje sa finančná úroveň podniku.

- Pokiaľ sa hodnota nachádza medzi 1 až 3, ide o šedú zónu, keď je možnosť zhoršenia finančnej úrovne podniku neurčitá.
- Pokiaľ je výsledná hodnota vyššia ako 3, finančná úroveň podniku sa zlepšuje.

2.2.4.3 Index IN05

Index IN05 je najnovšou podobou indexu IN Inky a Ivana Neumaierovcov, ktorý bol zostavený v roku 2004. Model predstavuje zástupcu bonitno-bankrotových predikčných modelov hodnotenia finančnej situácie. Pôvodný index Index IN95 bol zostavený na základe súboru informácií o 1000 českých podnikoch. Z tohto dôvodu Index IN reflektuje zvláštnosti českých účtovných výkazov a ekonomickú situáciu v ČR. Index prešiel postupným vývojom od Index IN95, cez Index IN99 a Index IN01 až po jeho poslednú verziu Index IN05. Výhodou tohto modelu je to, že je založený na dátach stredných a veľkých priemyslových podnikov pôsobiacich v ČR.

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{NÚ} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{Krátkodobé záv. + Krátkodobé BÚaV},$$

(2.39)

kde A sú celkové aktíva, CZ sú cudzie zdroje, $EBIT$ je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi, $NÚ$ sú nákladové úroky, OA sú obežné aktíva, $Krátkodobé záv.$ sú krátkodobé záväzky a $Krátkodobé BÚaV$ sú krátkodobé bankové úvery a výpomoci.

Index IN05 je vhodný pre ročné hodnotenie zdravia firmy. Vypočítaná hodnota sa posudzuje nasledovne:

- Ak je hodnota $IN05 > 1,6$, ide o podnik s dobrým finančným zdravím.
- Ak sa hodnota $IN05$ nachádza medzi 0,9 až 1,6, ide o podnik, ktorý nie je „zdravý ani chorý“. Je to podnik, ktorý by mohol mať finančné problémy. Podnik sa nachádza v tzv. šedej zóne.
- Ak je hodnota $IN05 < 0,9$, ide o podnik finančne slabý, ktorý má vážne finančné problémy.

2.3 Trhové ukazovatele finančnej analýzy

Ukazovatele, ktoré sa zaraďujú do tejto skupiny ukazovateľov finančnej analýzy sú vysoko citlivé na vývoj akciového trhu. Finančná výkonnosť podniku je hodnotená z pohľadu trhu. Medzi trhové ukazovatele finančnej analýzy možno zaradiť trhovú pridanú hodnotu MVA a trhovú výnos akciového kapitálu TSR.

Ukazovateľ MVA je ďalším z meradiel tvorby akcionárskej hodnoty. Ak je celková trhovú hodnota spoločnosti rovnaká ako množstvo kapitálu do nej investovaného, spoločnosť tvorí hodnotu pre akcionárov a naopak. V zásade možno rozlíšiť dva prístupy k výpočtu hodnoty MVA, a to:

1. MVA na báze hodnotového rozpätia ako rozdiel celkovej trhovej hodnoty podniku a celkového investovaného kapitálu,
2. MVA na báze zúženého hodnotového rozpätia ako rozdiel trhovej hodnoty podniku a účtovnej hodnoty podniku.

Podobným ukazovateľom, ako je MVA, je ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty EVA, ktorý je bližšie popísaný v *Podkapitole 2.5*. Oba ukazovatele vychádzajú z ekonomického zisku, ktorý je taktiež popísaný *Podkapitole 2.5*. Rozdiel medzi týmito ukazovateľmi je v tom, že ukazovateľ EVA hodnotí úspešnosť spoločnosti z pohľadu podniku (managementu), zatiaľ čo MVA hodnotí spoločnosť z pohľadu trhu.

Ukazovateľ TSR je trhovým meradlom výnosu akciového kapitálu pre vlastníkov. Predstavuje výnos, ktorý prináleží akcionárom po kúpe akcií. Ukazovateľ TSR je vyjadrený relatívne a zodpovedá súčtu dividendového výnosu a kapitálového výnosu.

2.4 Ekonomické ukazovatele finančnej analýzy

Dluhošová (2010, s. 18) píše, že „*Ekonomické ukazovatele finančnej analýzy vznikli v dôsledku poznatku, že vývoj rentability vždy úplne nemusí korelovať s tvorbou hodnoty pre vlastníkov. Aby bolo možné určiť hodnotu, musia byť výnosy porovnané s nákladmi na kapitál. Pokiaľ sú použité náklady na celkový kapitál WACC, je možné odhadnúť, či bola vytvorená hodnota (výnos z kapitálu je väčší ako WACC) alebo naopak „zničená“.*“

Rozdiel medzi tradičnými a ekonomickými ukazovateľmi finančnej analýzy je ten, že ekonomické ukazovatele finančnej analýzy zohľadňujú všetky náklady na kapitál a pri výpočte hodnoty je zohľadnený faktor rizika a časový horizont. Medzi najvýznamnejšie ukazovatele patrí ukazovateľ čistej súčasnej hodnoty (skratka NPV, angl.: Net Present Value), ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty EVA a ukazovateľ CF z investícií (skratka CFROI, angl.: Cash Flow Return on Investment).

Pre potreby tejto práce bude bližšie charakterizovaný ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty.

2.5 Ekonomická pridaná hodnota EVA ako meradlo finančnej výkonnosti

Relatívne novú skupinu ukazovateľov finančnej analýzy tvoria ukazovatele, ktoré sú založené podľa mikroekonomickej teórie na kategórii ekonomického zisku, resp. nadzisku. Ekonomický zisk predstavuje hodnotu dosiahnutého zisku po odpočítaní alternatívnych nákladov kapitálu. Medzi ukazovatele postavené na ekonomickom zisku patrí aj ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty (ďalej len „EVA“).

Ukazovateľ EVA bol vytvorený spoločnosťou Stern & Stewart Co. v USA. Do riadenia spoločností sa začal implementovať v 90. rokoch 20. storočia. Cieľom ukazovateľa bolo motivovať manažérov k orientácii na rast hodnoty pre akcionárov, a teda vypočítaná hodnota ukazovateľa EVA vypovedá o tom, či spoločnosť v danom období vytvorila hodnotu pre svojich akcionárov, alebo naopak, či spoločnosť zničila hodnotu pre svojich akcionárov.

„EVA vychádza zo základného pravidla, že podnik musí vyprodukovať minimálne toľko, koľko činia náklady kapitálu z investovaných prostriedkov. Tieto náklady kapitálu alebo požadovaná miera výnosnosti sa týkajú ako vlastného kapitálu tak dlhu. Tak ako veritelia majú nárok na výplatu svojich úrokov, tak aj akcionári požadujú vyplatenie adekvátnej miery návratnosti vloženého kapitálu, ktorá by kompenzovala ich riziko. Z iného uhla pohľadu je EVA vlastne spôsobom, ktorým akcionári merajú zisk podniku po úhrade alternatívnych nákladov na kapitál.“ uvádza Dluhošová (2010, s 19.).

Pavelková et al. (2009) píše, že ukazovateľ EVA má od klasických ukazovateľov tieto odlišnosti:

- vychádza z ekonomického zisku,
- zohľadňuje len náklady a výnosy spojené s hlavnou podnikateľskou činnosťou,

- zohľadňuje tú časť kapitálu od investorov, ktorá je spojená s hlavnou podnikateľskou činnosťou,
- je samostatne využiteľným kritériom pre hodnotenie finančnej výkonnosti podnikov.

2.5.1 Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty EVA

Výpočet hodnoty EVA je podmienený dostupnosťou dát a spôsobom stanovenia nákladov na kapitál. Taktiež je dôležité zohľadniť, či je cieľom stanoviť absolútnu alebo relatívnu hodnotu ukazovateľa EVA. V zásade možno rozlíšiť 2 prístupy k výpočtu hodnoty EVA, a to:

1. EVA na báze prevádzkového zisku,
2. EVA na báze hodnotového rozpätia.

Hodnota **ukazovateľa EVA na báze prevádzkového zisku** sa stanovuje nasledovne:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.40)$$

kde *NOPAT* je čistý prevádzkový zisk po zdanení, *WACC* sú vážené priemerné náklady na kapitál a *C* je kapitál.

Stanoviť hodnotu *NOPAT*, a teda hodnotu čistého prevádzkového zisku po zdanení, je veľmi zložité. V domácej aj zahraničnej literatúre možno nájsť viacero modifikácií *NOPAT* pre výpočet hodnoty ukazovateľa EVA, ale je tiež dôležité zdôrazniť, že *NOPAT* je rôznymi autormi vnímaný rôzne. Všeobecne sa však *NOPAT* počíta ako výsledok hospodárenia z bežnej činnosti, ktorý je upravený o niektoré položky. Medzi tieto položky možno zaradiť platené úroky z finančných nákladov, mimoriadne odpisy majetku, výnosy z nepotrebných aktív, náklady na výskum a vývoj, na vzdelávanie a pod. Keďže sa hodnota *NOPAT* neuvádza vo finančných výkazoch, a tiež pre jej komplikovaný výpočet, nahrádza sa ukazovateľom *EBIT*. Rovnica má potom nasledujúci tvar:

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - WACC \cdot C, \quad (2.41)$$

kde *EBIT* je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi, *t* je daňová sadzba dane z príjmu, *WACC* sú vážené priemerné náklady na kapitál a *C* je kapitál.

Hodnota **ukazovateľa EVA na báze hodnotového rozpätia** sa stanovuje nasledovne:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.42)$$

kde ROC je rentabilita investovaného kapitálu, $WACC$ sú vážené priemerné náklady na kapitál a C je kapitál.

Hodnota **ukazovateľa EVA na báze zúženého hodnotového rozpätia** sa stanovuje nasledovne:

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot VK, \quad (2.43)$$

kde ROE je rentabilita vlastného kapitálu, R_E sú náklady vlastného kapitálu VK je vlastný kapitál.

Požiadavkou vlastníka je čo najväčší kladný rozdiel, tzv. spread, medzi hodnotu ROE a R_E . Čím väčšia je hodnota spread-u, tým väčší výnos priniesla investícia investorovi.

Vypočítaná hodnota ukazovateľa EVA môže byť kladná aj záporná.

- Ak je vypočítaná hodnota ukazovateľa EVA záporná, spoločnosť v danom období znížila hodnotu pre svojich vlastníkov.
- Ak je vypočítaná hodnota ukazovateľa EVA kladná, spoločnosť v danom období vytvorila hodnotu pre svojich vlastníkov.

2.6 Náklady kapitálu

Pod pojmom „náklady kapitálu“ možno rozumieť náklady podniku, ktoré sú spojené so získavaním jednotlivých zložiek kapitálu firmy. Náklady kapitálu predstavujú minimálnu požadovanú mieru výnosnosti (vnútorného výnosového percenta) kapitálu. Tieto náklady sú pre jednotlivé zložky kapitálu odlišné a podliehajú vývoju v čase. Kapitál podniku je vyjadrený v pasívach súvahy a podnik má k dispozícii väčšinou tieto druhy kapitálu:

- a) Vlastný kapitál
- b) Cudzí úročený kapitál
- c) Rezervy (nákladové)
- d) Záväzky (podľa súčasnej úpravy vrátane dohadných položiek)
- e) Časové rozlíšenie

Náklady na kapitál možno z pohľadu podniku chápať ako cenu za kapitál, ktorý bol získaný na rozvoj ďalšej činnosti podniku.

Z pohľadu investora možno náklady na kapitál chápať ako požiadavku na výnosnosť, ktorú musí firma dosahovať, aby nedošlo k poklesu hodnoty (bohatstva) pre investorov. Je to vlastne vnútorné výnosové percento kapitálu, aby sa tržná hodnota daného aktíva rovnala súčasnej hodnote finančných tokov, ktoré aktívum generuje.

Náklady kapitálu závisia od rizika jednotlivých aktív a skladajú sa z bezrizikovej sadzby a rizikovej prémie.

Náklady na kapitál tvoria tri skupiny nákladov:

1. Náklady na celkový kapitál R_{WACC} .
2. Náklady na cudzí kapitál R_D .
3. Náklady na vlastný kapitál R_E .

Všeobecne potom platí, že náklady na vlastný kapitál sú vyššie ako náklady na cudzí kapitál, pretože:

1. riziko vlastníka vkladajúceho prostriedky do podniku je vyššie ako veriteľské riziko:
 - a. veriteľ má zaručený pravidelný úrokový výnos bez ohľadu na ziskovosť dlžníka počas presne vymedzenej doby, za ktorú sa mu jeho prostriedky vrátia,
 - b. zatiaľ čo vlastník vkladá prostriedky do podniku na neobmedzenú dobu, a jeho výnos nie je vopred zaručený. Návratnosť je ovplyvnená celou sériou hospodárskych rizík.
2. Nákladové úroky sú daňovo uznateľnými nákladmi – znižujú hodnotu zisku ako základu pre výpočet dane z príjmu.

2.6.1 Vplyv kapitálovej štruktúry na náklady kapitálu

Citujúc Dluhošovou (2010, s. 116), „*Náklady na kapitál ovplyvňuje kapitálová štruktúra, čiže miera zadlženosti podniku. Pritom pôsobenie zadlženosti podniku je potrebné sledovať zvlášť pri nákladoch na cudzí kapitál, nákladoch na vlastný kapitál a nákladoch na celkový kapitál.*“

Základnou teóriou v oblasti kapitálovej štruktúry a nákladov na kapitál je tzv. MM model, a teda model autorov M. Millera a F. Modiglianiho. MM model prešiel určitým vývojom a je známy v troch podobách, a to MM I, MM II a MM III. Spoločným znakom týchto modelov je to, že autori pri ich tvorbe vychádzali zo zjednodušených predpokladov. Každý z modelov sa však v týchto základných predpokladoch sčasti odlišuje.

Základnými predpokladmi modelu **MM I** je existencia informačne dokonalého kapitálového trhu, a teda trhu, kde neexistujú transakčné náklady, informácie sú dostupné všetkým investorom a kde žiadny investor nemôže ovplyvňovať cenu cenných papierov. Okrem toho sa predpokladá, že sadzba dlhu je bezriziková, neuvažuje sa o zdanení zisku a sú zanedbané náklady finančnej tiesne. Z modelu vyplýva, že celkové náklady sú nezávislé na kapitálovej štruktúre a trhovej hodnote.

Model MM II preberá všetky predpoklady modelu MM I. Okrem týchto predpokladov sa však pripúšťa aj zdanenie zisku, a teda pripúšťa sa pôsobenie úrokového daňového štítu. Úrokový daňový štít vyjadruje fakt, že úroky z dlhu nepôsobia na vývoj výsledku v plnej výške, ale sú znížené o vplyv daní. Z modelu vyplýva, že vývoj priemerných nákladov je v dôsledku úrokového daňového štítu klesajúci s rastúcou mierou zadlženosti.

Model MM III preberá všetky predpoklady modelu MM I. Okrem týchto predpokladov sa však musia zohľadniť aj náklady finančnej tiesne. Z modelu vyplýva, že so zvyšujúcim sa zadlžením náklady kapitálu rastú progresívne rovnako ako náklady dlhu. Celkové náklady teda klesajú až do tzv. bodu optimálneho zadlženia. Od tohto bodu rastú.

2.6.2 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál, označované aj ako (vážené) priemerné náklady na kapitál (R_{WACC} , angl.: Weighted Average Cost of Capital), sú kombináciou nákladov rôznych foriem kapitálu. Priemerné náklady na kapitál sa skladajú z dvoch zložiek. Z nákladov na vlastný kapitál a z nákladov na cudzí kapitál. Podiely týchto dvoch zložiek nákladov na kapitál je nutné vyčísliť na základe tržných hodnôt. Vzorcom to možno vyjadriť nasledovne:

$$R_{WACC} = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot VK}{D + VK}, \quad (2.44)$$

kde R_D sú náklady na úročený cudzí kapitál, t je daňová sadzba dane z príjmu, D je úročený cudzí kapitál, R_E sú náklady na vlastný kapitál a VK je vlastný kapitál.

2.6.3 Náklady na cudzí kapitál

Náklady cudzieho kapitálu možno vyjadriť ako úroky alebo kupónové platby, ktoré je treba platiť veriteľom. Vyjadrujú sa v podobe úroku zníženého o daňový štít, teda o úspory, ktoré plynú z použitia cudzieho kapitálu. Náklady na cudzí kapitál možno vzorcom vyjadriť nasledovne:

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.45)$$

kde i je základná úroková miera a t je daňová sadzba dane z príjmu.

Základná úroková miera je daná situáciou na finančnom trhu. Ak má podnik rôznu štruktúru úveru, je možné náklady na cudzí kapitál určiť ako vážený aritmetický priemer z efektívnych úrokových sadzieb, ktoré sa platia z týchto foriem cudzieho kapitálu. Avšak tento postup možno uplatniť len vtedy, pokiaľ má oceňovateľ prístup k interným podnikovým informáciám. Externý používateľ bez prístupu k týmto informáciám môžu použiť odhad prostredníctvom pomeru:

$$i = \frac{NÚ}{\emptyset BÚaV}, \quad (2.46)$$

kde $NÚ$ sú nákladové úroky a $\emptyset BÚaV$ sú priemerné bankové úvery a výpomoci.

2.6.4 Náklady na vlastný kapitál

Platí, že náklady na vlastný kapitál sú vyššie ako náklady na cudzí kapitál. Je to predovšetkým kvôli vyššiemu riziku vlastníka, vkladajúceho prostriedky do podniku, a z dôvodu, že nákladové úroky sú daňovo uznateľnými nákladmi, ktoré znižujú zisk ako základ pre výpočet dane z príjmu. Základné metódy, ktoré sa používajú pre odhad nákladov vlastného kapitálu, sú:

1. model oceňovania kapitálových aktív (skratka CAPM, angl.: Capital Assets Pricing Model),
2. arbitrážny model oceňovania (skratka APM, angl.: Arbitrage Pricing Model),
3. dividendový model,
4. stavebnicové modely.

2.6.4.1 Model oceňovania kapitálových aktív – CAPM

Model oceňovania kapitálových aktív predstavuje trhový prístup stanovenia nákladov na vlastný kapitál. Využíva sa hlavne vo vyspelých ekonomikách s rozvinutými finančnými trhami, a teda napr. v anglosaských krajinách. Jedná sa o rovnovážny model oceňovania kapitálo-

vých aktív. Rovnováha je daná tým, že medzný sklon očakávaného výnosu a rizika je pre všetkých investorov rovnaký. Ide o jednofaktorový model ktorý má 2 časti:

- líniu kapitálových trhov (CML, angl.: Capital Market Line), efektívnu množinu, ktorá predstavuje najlepšiu kombináciu výnosu aktíva a rizika trhu,
- líniu cenných papierov (SML, angl.: Security Market Line), ktorá slúži na oceňovanie efektívnych aj neefektívnych aktív. CML je preto podmnožinou SML. Výpočet SML je nasledujúci:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.47)$$

kde $E(R_E)$ je očakávaný (stredná hodnota) výnos vlastného kapitálu, R_F je bezriziková sadzba, β_E je koeficient citlivosti dodatočného výnosu na dodatočný výnos trhového portfólia a $E(R_M)$ je očakávaný výnos trhového portfólia.

2.6.4.2 Arbitrážny model oceňovania – APM

Arbitrážny model oceňovania kapitálových aktív predstavuje opäť trhový prístup stanovenia nákladov na vlastný kapitál. Patrí medzi viacfaktorové modely, pretože pri tomto modeli sa berie do úvahy viacero rizikových faktorov, ktoré môžu byť :

- makroekonomické – HDP, inflácia atď.,
- mikroekonomické – rentabilita, zadlženosť, veľkosť spoločnosti atď.

Podmienkou arbitrážneho modelu oceňovania kapitálových aktív je nemožnosť arbitráže, a to znamená, že žiadny z investorov nemôže dosiahnuť arbitrážneho zisku. Model je založený na neutrálnom postoji investora k riziku a náklady na vlastný kapitál sa stanovujú nasledovne:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F], \quad (2.48)$$

kde $E(R_E)$ je očakávaný (stredná hodnota) výnos vlastného kapitálu, R_F je bezriziková sadzba, β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatočného výnosu na dodatočný výnos j -tého faktoru a $E(R_j)$ je očakávaný j -tého faktoru.

2.6.4.3 Dividendový model

Dividendový model stanovenia nákladov vlastného kapitálu sa využíva na oceňovanie akcií v prípade, že trhovú cenu akcie je daná súčasnou hodnotou budúcich dividend z tejto akcie v budúcich obdobiach. S dobou držby akcie sa táto hodnota znižuje. Trhovú cenu akcie možno stanoviť ako perpetuitu za predpokladu nekonečne dlhej držby akcií a konštantnej hodnoty dividendy. Základný tvar modelu APM je nasledovný:

$$R_E = \frac{\text{dividenda}}{\text{trhová cena akcie}}. \quad (2.49)$$

Pokiaľ sa do úvahy berie konštantný rast hodnoty dividendy, zmení sa vzťah na výpočet nákladov vlastného kapitálu na Gordonov dividendový model s konštantným rastom. Podoba tohto modelu je nasledovná:

$$R_E = \frac{\text{dividenda}}{\text{trhová cena akcie}} + g. \quad (2.50)$$

2.6.4.4 Stavebnicový model

Stavebnicové modely sa používajú na stanovenie vlastných nákladov kapitálu v ekonomike s nedokonalým kapitálovým trhom.

Stavebnicový model, ktorý využíva Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR vychádza z predpokladu modelu MM II. Stavebnicový model je založený na kombinácii rizikových prémie s bezrizikovým aktívom. Tento model zahŕňa tak systematické ako aj nesystematické riziko. Náklady celkového kapitálu nezadlženej firmy možno vypočítať podľa modelu INFA. Podoba tohto stavebnicového modelu je nasledovná:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{podnik} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.51)$$

kde R_F je bezriziková sadzba, R_{podnik} je riziková prirážka za produkčnú silu, $R_{finstab}$ je riziková prirážka za finančnú stabilitu na báze likvidity a R_{LA} je riziková prirážka za veľkosť podniku.

Podľa tohto modelu v súlade s MM II sú celkové náklady zadlženej firmy stanovené pre

$$D = UZ - VK, \quad (2.52)$$

kde D je úročený cudzí kapitál, UZ úplatné zdroje a VK je vlastný kapitál, nasledovne:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.53)$$

kde $WACC_U$ sú celkové náklady kapitálu nezadlženej firmy, D je úročený cudzí kapitál, A sú celkové aktíva a t je daňová sadzba dane z príjmu.

Úplatné zdroje sa stanovujú takto:

$$UZ = VK + BÚaV + OBL, \quad (2.54)$$

kde VK je vlastný kapitál, $BÚaV$ sú bankové úvery a výpomoci a OBL sú obligácie.

Náklady vlastného kapitálu takto:

$$R_E = \frac{\frac{EBIT}{A} \cdot \frac{EAT}{EBT} - \frac{EAT}{EBT} \cdot i \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.55)$$

kde $EBIT$ je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi, A sú celkové aktíva, EAT je výsledok hospodárenia po zdanení, resp. čistý zisk, EBT je výsledok hospodárenia pred zdanením, a teda hrubý zisk, i je základná úroková miera, UZ sú úplatné zdroje a VK je vlastný kapitál.

Náklady vlastného kapitálu môžu byť stanovené aj nasledovne:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{EAT}{EBT} \cdot i \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.56)$$

kde $WACC_U$ sú celkové náklady kapitálu nezadlženej firmy, UZ sú úplatné zdroje, A sú celkové aktíva, EAT je výsledok hospodárenia po zdanení, resp. čistý zisk, EBT je výsledok hospodárenia pred zdanením, a teda hrubý zisk, i je základná úroková miera a VK je vlastný kapitál.

Náklady na vlastný kapitál možno pomocou prirážok vypočítať nasledovne:

$$R_E = WACC_U + R_{finstr} = R_F + R_{podnik} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.57)$$

kde $WACC_U$ sú celkové náklady kapitálu nezadlženej firmy, R_{finstr} je riziková prirážka za zadlženosť podniku, R_F je bezriziková sadzba, R_{podnik} je riziková prirážka za produkčnú silu, $R_{finstab}$ je riziková prirážka za finančnú stabilitu na báze likvidity a R_{LA} je riziková prirážka za veľkosť podniku.

R_{finstr} – riziková prirážka za zadlženosť podniku

Hodnotu rizikovej prirážky za zadlženosť podniku R_{finstr} možno stanoviť nasledujúcim spôsobom:

$$R_{finstr} = R_E - WACC_U, \quad (2.58)$$

kde R_E sú náklady vlastného kapitálu a $WACC_U$ sú celkové náklady kapitálu nezadlženej firmy.

Na zamedzenie extrémnych prípadov sa odporúča využiť limity veľkosti R_{finstr} , a to nasledovne:

- ak sa $R_E = WACC_U$, tak $R_{finstr} = 0,00 \%$,
- ak $R_E - WACC_U > 10,00 \%$, tak $R_{finstr} = 10,00 \%$.

R_{LA} – riziková prirážka charakterizujúca veľkosť podniku

Hodnotu rizikovej prirážky charakterizujúcej veľkosť podniku R_{LA} možno stanoviť nasledujúcim spôsobom:

- a) ak je $UZ > 3 \text{ mld. Kč}$, tak $R_{LA} = 0,00 \%$,
- b) ak je $UZ < 100 \text{ mil. Kč}$, tak $R_{LA} = 5,00 \%$,
- c) ak je $UZ > 100 \text{ mil. Kč}$ a zároveň $UZ < 3 \text{ mld. Kč}$, použije sa tento prepočet:

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.59)$$

kde UZ sú úplatné zdroje.

R_{podnik} – riziková prirážka charakterizujúca produkčnú silu podniku

Riziková prirážka za produkčnú silu je závislá na ukazovateli $EBIT/A$, ktorý je porovnávaný s ukazovateľom $X1$. Ukazovateľ $X1$ vyjadruje nahrádzanie úplatného cudzieho kapitálu vlastným kapitálom. Ukazovateľ $X1$ je definovaný nasledovne:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot i, \quad (2.60)$$

kde UZ sú úplatné zdroje, A sú celkové aktíva a i je základná úroková miera.

Podmienky, ktoré platia pre stanovenie rizikovej prirážky za produkčnú silu podniku:

- a) ak je $EBIT/A > X1$, tak $R_{podnik} = \min. R_{podnikateľskéodvetvie}$,
- b) ak je $EBIT/A < 0$, tak $R_{podnik} = 10 \%$,
- c) ak je $0 \leq EBIT/A \leq X1$, tak platí, že:

$$R_{podnik} = \left(\frac{X1 - EBIT/A}{X1} \right)^2 \times 0,1, \quad (2.61)$$

kde $X1$ je ukazovateľ, ktorý vyjadruje nahrádzanie úplatného cudzieho kapitálu vlastným kapitálom, $EBIT$ je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi a A sú celkové aktíva.

$R_{finstab}$ – riziková prirážka finančnej stability na báze likvidity

Pri stanovovaní rizikovej prirážky finančnej stability na báze likvidity sa vychádza z ukazovateľa $L3$:

$$L3 = \frac{KFM + \text{Krátkodobé pohľ.} + \text{Zás.}}{\text{Krátkodobé záv.} + \text{Krátkodobé BÚaV}}, \quad (2.62)$$

kde KFM je krátkodobý finančný majetok, Krátkodobé pohľ. sú krátkodobé pohľadávky, Zás. sú zásoby, Krátkodobé záv. sú krátkodobé záväzky a Krátkodobé BÚaV sú krátkodobé bankové úvery a výpomoci.

K výpočtu rizikovej prirážky za finančnú stabilitu je potreba poznať priemerné medzné hodnoty bežnej likvidity priemyslu, ktoré každoročne zverejňuje Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR. Pre rok 2012 boli hodnoty stanovené nasledovne: $XL1 = 1,0$ a hodnotu $XL2 = 2,5$.

- a) Ak $L3 \leq XL1$, tak $R_{finstab} = 10,00 \%$.
- b) Ak $L3 \geq XL2$, tak $R_{finstab} = 0,00 \%$.
- c) Ak $XL1 < L3 < XL2$, tak platí:

$$R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1, \quad (2.63)$$

kde $XL1$ a $XL2$ sú postupne dolná a horná hranica, a $L3$ je ukazovateľ likvidity.

2.7 Metódy analýzy odchýliek ukazovateľov

Dluhošová (2010, s. 33) píše, že „Jedným z typických finančných analytických úloh je zisťovať a vykonávať rozbor odchylov syntetických ukazovateľov a hľadať a vyčísliť faktory, ktoré k odchýlkam najviac prispievajú.“ Jednou z metód, ktorá umožňuje analyzovať vplyv čiastkových ukazovateľov na vrcholový ukazovateľ, je metóda pyramídového rozkladu.

Základnou myšlienkou metódy pyramídového rozkladu je vyčíslenie absolútnych a relatívnych odchýlok čiastkových zložiek a posúdenie ich vplyvu na vrcholový ukazovateľ. Je potrebné skúmať súvislosť medzi vrcholovým ukazovateľom x čiastkovými ukazovateľmi a_i . „...postupný rozklad na čiastkové ukazovatele potom umožňuje stanoviť vzájomné väzby medzi jednotlivými ukazovateľmi ako ucelenej sústavy a identifikovať a kvantifikovať vplyv čiastkových činiteľov na vrcholový ukazovateľ. Tieto väzby sú pritom zachytené ako matematické rovnice, celá pyramída teda vyjadruje sústavu rovníc.“ uvádza Dluhošová (2010, s. 33).

Základom pre použitie metódy pyramídového rozkladu je správna konštrukcia pyramídy, a teda dosadenie jednotlivých ukazovateľov, a metódy vyčíslenia vplyvov jednotlivých faktorov. Príčinnú súvislosť medzi vrcholovým ukazovateľom x a čiastkovými ukazovateľmi a_i možno zachytiť funkciou, ktorej funkčný predpis vyzerá nasledovne:

$$x = f(a_1, a_2, \dots, a_n), \quad (2.64)$$

kde x je vrcholový ukazovateľ, ale taktiež je to aj analyzovaný ukazovateľ a a_i je čiastkový ukazovateľ.

Funkcia umožňuje kvantifikovať mieru vplyvu čiastkových ukazovateľov ako príčinných faktorov na zmenu zvoleného vrcholového ukazovateľa. Odchýlka vrcholového ukazovateľa predstavuje teda súčet odchýlok (vplyvov) vybraných čiastkových ukazovateľov a dá sa zapísať nasledovne:

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i}, \quad (2.65)$$

kde x je vrcholový ukazovateľ, ale taktiež je to aj analyzovaný ukazovateľ, Δy_x je prírastok vplyvu analyzovaného ukazovateľa, a_i je čiastkový vysvetľujúci ukazovateľ, $\Sigma \Delta x_{a_i}$ je súčet vplyvov čiastkových ukazovateľov a_i na analyzovaný ukazovateľ x .

Pri pyramídovom rozklade možno analyzovať absolútnu odchýlku:

$$\Delta x = x_1 - x_0, \quad (2.66)$$

kde x_1 je hodnota analyzovaného ukazovateľa v bežnom období a x_0 je hodnota analyzovaného ukazovateľa v minulom období, ale taktiež možno analyzovať aj relatívnu odchýlku

$$\Delta x = (x_1 - x_0) / x_0, \quad (2.67)$$

kde x_1 je hodnota analyzovaného ukazovateľa v bežnom období a x_0 je hodnota analyzovaného ukazovateľa v minulom období.

2.7.1 Metóda pyramídového rozkladu

Funkčný predpis možno v pyramídových sústavách vyjadriť pomocou dvoch väzieb. Pomocou aditívnej väzby:

$$x = \sum_i a_i = a_1 + a_2 + \dots + a_n, \quad (2.68)$$

a pomocou multiplikatívnej väzby

$$x = \prod_i a_i = a_1 \cdot a_2 \cdot \dots \cdot a_n. \quad (2.69)$$

Sporadicky možno funkčný predpis vyjadriť pomocou exponenciálnej väzby.

$$x = a_1^{\prod_j a_j} = a_1^{a_2 \cdot a_3 \cdot \dots \cdot a_n}, \quad (2.70)$$

2.7.1.1 Aditívna väzba

Vyčíslenie vplyvu čiastkových ukazovateľov, ktoré spája aditívna väzba, je všeobecne platné a celková zmena je rozdelená podľa pomeru zmeny ukazovateľa na celkovej zmene vrcholového ukazovateľa. Vplyv aditívnej väzby sa vyčísluje nasledovne:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.71)$$

pričom:

$$\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}, \quad (2.72)$$

kde $a_{i,0}$ resp. $a_{i,1}$ je hodnota ukazovateľa i pre počiatočný stav alebo čas (index 0) a následný stav alebo čas (index 1).

2.7.1.1 Multiplikatívna väzba

Vplyv čiastkových ukazovateľov spojených multiplikatívnou väzbou možno vyčíslieť viacerými metódami. Existuje päť základných metód analýzy odchýlok pre multiplikatívnu väzbu.

Prvá z nich je metóda postupných zmien, „... kde je celková odchýlka rozdelená medzi čiastkové vplyvy.“ píše Dluhošová (2010, s. 34).

Pri druhej metóde sa na vyčíslenie vplyvu využíva rozklad so zvyškom. „Vplyvy sú vyčíslené so zvyškom tak, že vzniká zvyšok R , ktorý je výsledkom kombinácie súčasných zmien ukazovateľov.“ píše Dluhošová (2010, s. 35).

Logaritmickej metóde je tretím spôsobom, pomocou ktorého sa dá vyčíslieť vplyv čiastkových ukazovateľov spojených multiplikatívnou väzbou. „Pri tejto metóde je reflektovaná súčasná zmena všetkých ukazovateľov pri vysvetlení jednotlivých vplyvov.“ píše Dluhošová (2010, s. 35).

Štvrtá z menovaných metód je funkcionálna metóda. „Pri tejto metóde je zohľadnený súčasný (kombinovaný) vplyv všetkých ukazovateľov na vysvetlenie jednotlivých vplyvov.“ píše Dluhošová (2010, s. 35).

Piatou, a teda poslednou metódou, je integrálna metóda, pri ktorej je „...postup obdobný funkcionálnej metóde s tým rozdielom, že je aplikovaná iba lineárna zložka Taylorovho rozvoja 1. stupňa.“ píše Zmeškal et al. (2013, s. 33).

Metóda postupných zmien

Pri vyčíslení vplyvu pomocou metódy postupných zmien je celková odchýlka rozdelená medzi čiastkové vplyvy. V prípade súčinu troch čiastkových ukazovateľov:

$$x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3, \quad (2.73)$$

sú vplyvy vyčíslené nasledovne:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,1} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x},\end{aligned}\tag{2.74}$$

Všeobecne možno pre akúkoľvek rad ukazovateľov konštatovať, že:

$$\Delta x_{a_i} = \prod_{j < i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j > i} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x},\tag{2.75}$$

Metóda rozkladu so zvyškom

Pri vyčíslení vplyvu pomocou metódy rozkladu so zvyškom sú vplyvy vyčíslené tak, že vzniká zvyšok R , ktorý je výsledkom kombinácie súčasným zmien viacerých ukazovateľov.

V prípade súčiny troch čiastkových ukazovateľov, vid' (2.73), platí:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,1} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3},\end{aligned}\tag{2.76}$$

pričom zvyšok R sa rovná:

$$R = \Delta y_x - [\Delta a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot \Delta a_{2,0} \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_{3,0}] \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x},\tag{2.77}$$

Pre ľubovoľný počet čiastkových ukazovateľov možno vplyv daného faktoru vyjadriť nasledovne:

$$\Delta x_{a_i} = \Delta a_i \cdot \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{n},\tag{2.78}$$

kde zvyšok R možno vyjadriť ako:

$$R = \Delta y_x - \Delta a_i \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (2.79)$$

Logaritmická metóda

Pri vyčíslení vplyvu pomocou logaritmickkej metódy je reflektovaná zmena všetkých ukazovateľov pri vysvetlení jednotlivých vplyvov. Metóda sa dá využiť iba pri kladných hodnotách a vychádza zo spojitých výnosov. Odvodenie vyčíslenia vplyvov vychádza z vyjadrenia indexov ukazovateľov,

$$I_x = \frac{x_1}{x_0} = \frac{a_{1,1}}{a_{1,0}} \cdot \frac{a_{2,1}}{a_{2,0}} \cdot \dots \cdot \frac{a_{n,1}}{a_{n,0}} = I_{a_1} \cdot I_{a_2} \cdot \dots \cdot I_{a_n} = \prod_i I_{a_i}. \quad (2.80)$$

Po vhodnej úprave uvedenej rovnice, možno vplyvy jednotlivých ukazovateľov vyčísliť nasledovným spôsobom:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.81)$$

kde $I_x = \frac{x_1}{x_0}$ a $I_{a_i} = \frac{a_{1,1}}{a_{1,0}}$ sú indexy analyzovaného a čiastkových ukazovateľov.

Funkcionálna metóda

Pri vyčíslení vplyvu pomocou funkcionálnej metódy je zohľadnený súčasný (kombinovaný) vplyv všetkých ukazovateľov pri vysvetlení jednotlivých vplyvov. Metóda vychádza z diskretných výnosov. V prípade súčinu troch čiastkových ukazovateľov, vid' (2.73), platí:

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \cdot \Delta y_x, \end{aligned} \quad (2.82)$$

pričom význam symbolov je nasledujúci:

$$\begin{aligned}
R_{a_j} &= \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}, \\
R_x &= \frac{\Delta x}{x_0}, \\
\Delta a_i &= a_{i,1} - a_{i,0}.
\end{aligned} \tag{2.83}$$

V prípade súčinu dvoch čiastkových ukazovateľov:

$$x = a_1 \cdot a_2, \tag{2.84}$$

sú vplyvy čiastkových činiteľov analogicky vyjadrené nasledovne:

$$\begin{aligned}
\Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2}\right) \cdot \Delta y_x, \\
\Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1}\right) \cdot \Delta y_x.
\end{aligned} \tag{2.85}$$

Pri rovnomernom delení možno vplyv určiť nasledovne:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_i} \cdot \left(1 + \sum_{j \neq i} \frac{1}{2} \cdot R_{a_j} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \frac{1}{3} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \sum_{\substack{m \neq i \\ m > k}} \frac{1}{4} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} \cdot R_{a_m} + \dots\right) \cdot \Delta y_x. \tag{2.86}$$

Integrálna metóda

Výpočet vplyvu čiastkových ukazovateľov pomocou integrálnej metódy je podobný výpočtu vplyvu čiastkových ukazovateľov pomocou funkcionálnej metódy, s tým rozdielom, že je aplikovaná iba lineárna zložka Taylorovho rozvoja 1. stupňa. Vplyvy sú potom vyjadrené nasledovne:

$$\begin{aligned}
\Delta x_{a_1} &= \frac{R_{a_1}}{R_x} \cdot \Delta y_x, \\
\Delta x_{a_2} &= \frac{R_{a_2}}{R_x} \cdot \Delta y_x, \\
\Delta x_{a_3} &= \frac{R_{a_3}}{R_x} \cdot \Delta y_x,
\end{aligned} \tag{2.87}$$

kde:

$$R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}},$$

$$R_{x'} = \frac{\Delta x'}{x_0}.$$
(2.88)

2.7.2 Rozklad ukazovateľa ROE

Rentabilita vlastného kapitálu vyjadruje výnosnosť investovaného vlastného kapitálu. Ukazovateľ je zostavený ako pomer čistého zisku EAT a vlastného kapitálu. V prípade analýzy rentability vlastného kapitálu ROE, možno využiť nasledujúci rozklad:

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK},$$
(2.89)

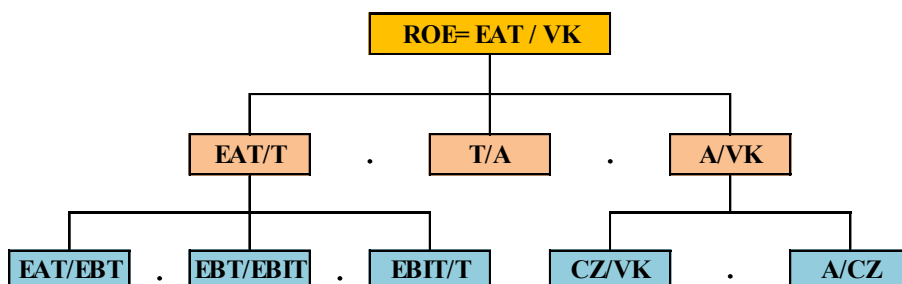
kde $\frac{T}{A}$ je obrat aktív a $\frac{A}{VK}$ je finančná páka. Zároveň sa jedná o prvú úroveň pyramídového rozkladu rentability vlastného kapitálu ROE.

Druhá úroveň rozkladu rentability vlastného kapitálu má nasledujúci tvar:

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{EBIT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{CZ}{VK} \cdot \frac{A}{CZ},$$
(2.90)

kde $\frac{EAT}{EBIT}$ je daňová redukcia zisku, $\frac{EBT}{EBIT}$ je úroková redukcia zisku a $\frac{EBIT}{T}$ je prevádzková rentabilita tržieb. Pyramídový rozklad ukazovateľa ROE je zobrazený na Obrázku 2.3.

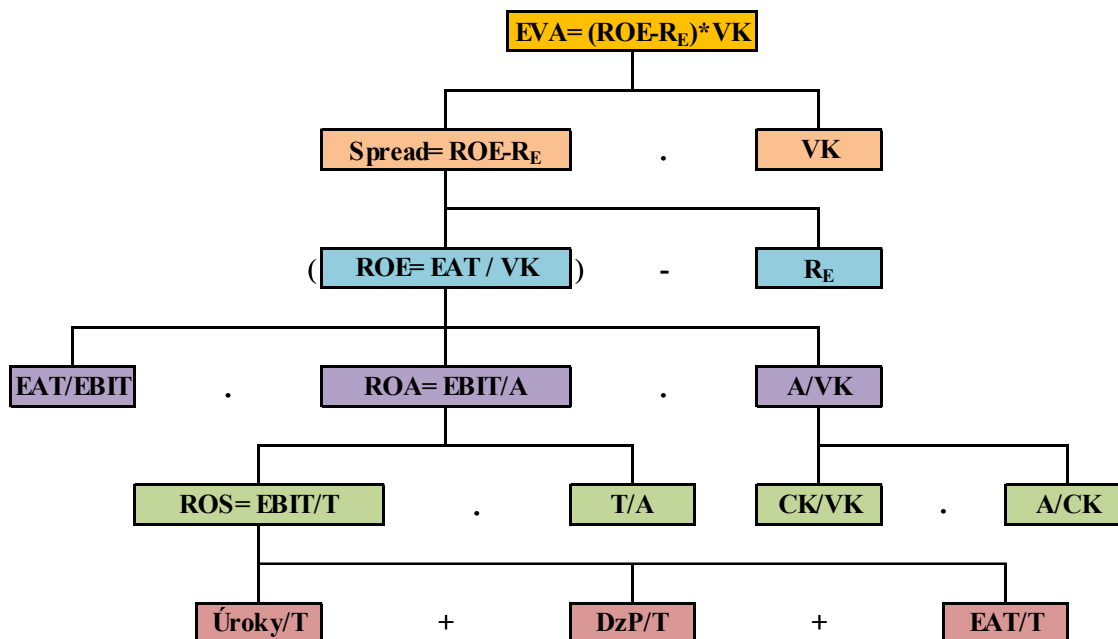
Obrázok 2.3: Pyramídový rozklad ukazovateľa ROE



2.7.3 Rozklad ukazovateľa EVA

Pyramídový rozklad môže byť taktiež aplikovaný na ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty EVA, ktorý patrí medzi jeden z najobľúbenejších ukazovateľov finančnej výkonnosti. Pri rozklade na čiastkové faktory možno vychádzať z rovnice (2.43). Následný pyramídový rozklad ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty sa nachádza na *Obrázku 2.4*.

Obrázok 2.4: Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA



2.7.4 Analýza citlivosti vplyvov

Pomocou tejto analýzy sa hodnotí vplyv zmien vstupných parametrov na výsledné hodnoty finančných veličín. Táto analýza býva často označovaná aj ako „What If...“, čiže analýza „Čo keby...“.

Analýza citlivosti sa využíva z dôvodu existencie neurčitosti v predikcii budúcich finančných veličín, resp. metodickéj variantnosti. Skúma, aký vplyv má zmena určitého čiastkového parametra na celkový parameter. Výpočet je vykonaný na základe vynásobenia prvotných faktorov $(1+\alpha)$, pričom $\alpha \in \langle 1, -1 \rangle$.

Podľa nasledujúcej rovnice možno vyjadriť analýzu citlivosti EVA na zmenu jedného čiastkového faktoru, ktorým je v tomto prípade EAT/V :

$$\Delta EVA_{\alpha} = \left[\left(\Delta \frac{\text{úroky}}{T} + \Delta \frac{DzP}{T} + \Delta \frac{EAT}{T} \cdot (1+\alpha) \right) \cdot \Delta \frac{T}{A} \cdot \Delta \frac{EAT}{EBIT} \cdot \Delta \frac{A}{VK} - \Delta R_E \right] \cdot \Delta VK. \quad (2.91)$$

2.8 Spôsoby porovnania výsledkov finančnej analýzy

Základom posúdenia finančno-ekonomickej situácie podniku je porovnanie. Porovnať výsledky finančnej analýzy možno viacerými spôsobmi:

1. *Porovnanie vzhľadom na normu* – ide o porovnanie hodnôt jednotlivých ukazovateľov s ich žiaducimi normovanými (plánovanými) hodnotami. Tieto hodnoty môžu byť vyjadrené ako priemerné, minimálne, maximálne, mediálne kvantily alebo ako určité intervaly. Pri porovnaní vzhľadom na normu je dôležité si uvedomiť, že odporúčané hodnoty uvedené v niektorej odbornej literatúre nemusia zohľadňovať špecifiká danej firmy a špecifiká prostredia, v ktorom daná firma pôsobí.
2. *Porovnanie v priestore (medzipodnikové porovnanie)* – ide o porovnanie hodnôt jednotlivých ukazovateľov s hodnotami rovnakých ukazovateľov iných firiem v rovnakom časovom období. Pri porovnaní v priestore je podstatné splniť podmienky porovnateľnosti:
 - *Podmienka časovej porovnateľnosti* hovorí o tom, že finančné parametre podnikov sú porovnateľné iba v prípade, že pochádzajú z rovnakého obdobia a sú za rovnaký časový úsek.
 - *Podmienka odborovej porovnateľnosti* hovorí o tom, že finančné parametre podnikov sú porovnateľné iba v prípade, že porovnávané podniky pochádzajú z rovnakého alebo porovnateľného odboru činnosti.
 - *Podmienka legislatívnej porovnateľnosti* hovorí o tom, že finančné parametre podnikov sú porovnateľné iba v prípade, keď je možné porovnať metodologické postupy, na základe ktorých sa zachytáva ekonomické dianie v účtovníctve podniku.
3. *Porovnanie v čase* – ide o hodnotenie časových sérií hodnôt jednotlivých ukazovateľov, a teda o dynamické posúdenie vývoja hodnôt ukazovateľov v určitom počte na seba nadväzujúcich časových obdobiach.

3 Charakteristika vybraného podniku a odvetvia

Tretia kapitola je venovaná všeobecnej charakteristike odvetvia automobilového priemyslu a vybranej spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech, s.r.o. Informácie boli čerpané hlavne z výročných správ spoločnosti, Obchodného registra Českej republiky a z rôznych webových stránok.

3.1 Charakteristika odvetvia – automobilový priemysel v ČR

Automobilový priemysel v Českej republike sa významne podieľa na hospodárskych výsledkoch krajiny. Podľa redaktorov CZECHINVEST (2014a) *„Automobilový priemysel v Českej republike predstavuje jedno z najrozvinutejších automobilových odvetví v regióne strednej a východnej Európy. Vďaka svojej dlhoročnej tradícii, robustnej dodávateľskej základni a technickému know-how sa českému automobilovému priemyslu podarilo vyvinúť na vyspelý automobilový sektor, a to za predpokladu udržania si svojho atraktívneho pomeru kvalita/cena.“*

Medzi kľúčových výrobcov automobilového priemyslu Českej republiky sa radia nasledujúce spoločnosti:

- Škoda Auto a.s. (ďalej iba „ŠKODA“),
- Toyota Peugeot Citroën Automobile Czech, s.r.o. (ďalej iba „TPCA“),
- Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o. (ďalej iba „HMMC“).

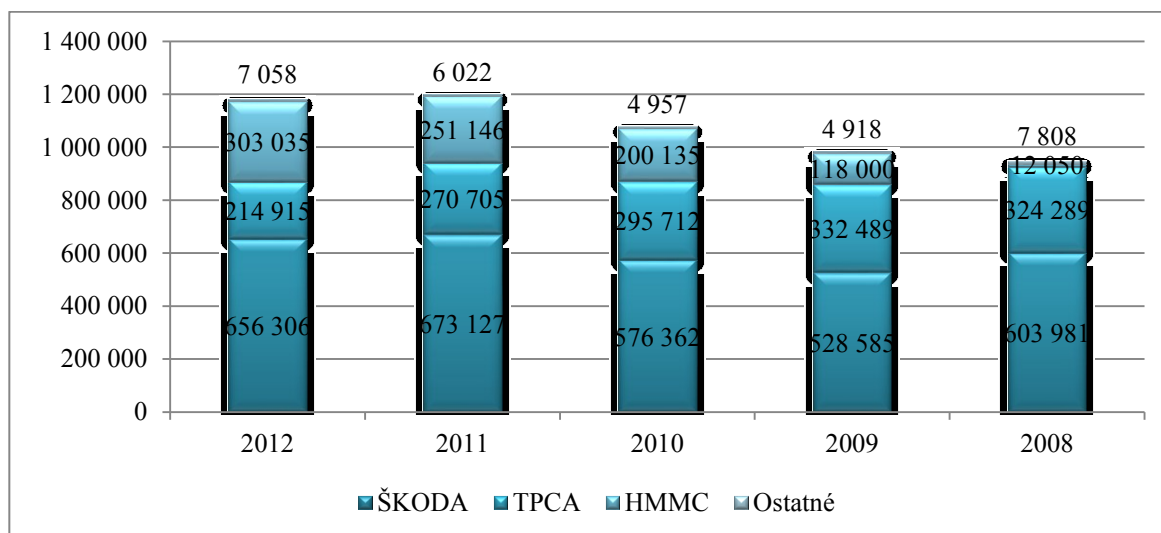
Hore uvedené spoločnosti sú najvýznamnejšími automobilkami v Českej republike. Všetky tri sa zaoberajú výrobou osobných automobilov.

Podľa štatistík Sdružení automobilového průmyslu (ďalej len „SAP“) (2013) bolo v Českej republike za rok 2012 vyrobených 1 181 314 kusov motorových vozidiel. Počet vyrobených osobných automobilov spoločnosťami ŠKODA, TPCA a HMMC bol 1 174 256 kusov, čo predstavuje 99,4 %. Zvyšný podiel predstavuje výrobu spoločností ako napr.:

- TATRA, a.s. – výrobca úžitkových vozidiel,
- Avia Ashok Leyland Motors s.r.o. – výrobca úžitkových vozidiel,
- KAIPAN, s.r.o. – špecializovaný výrobca osobných automobilov,
- Auto Projekt Centrum s.r.o. – špecializovaný výrobca osobných automobilov,
- Iveco Czech Republic, a.s. – výrobca autobusov,
- JAWA Moto spol. s r.o. – výrobca motocyklov,

- iné.

Graf 3.1: Vývoj počtu vyrobených motorových vozidiel v ČR



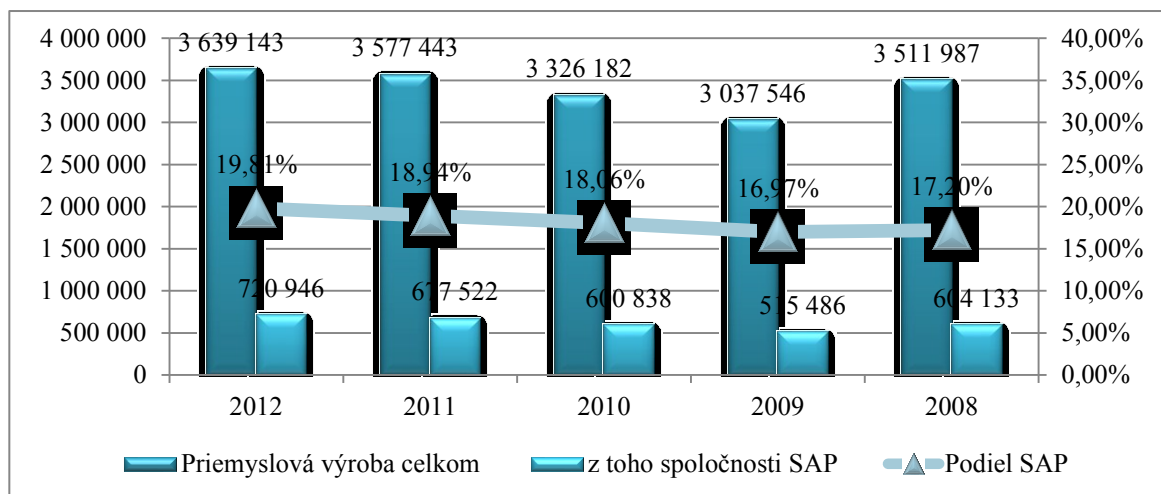
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa štatistík SAP (2014)

Na koncových výrobcov motorových vozidiel sú naviazaní výrobcovia z ďalších odvetví, napr. elektrotechnického, hutného, chemického, sklárskeho, textilného a strojárkeho, servis, financovanie údržba a i.

Význam automobilového priemyslu v rámci hospodárstva Českej republiky potvrdzujú aj nasledujúce informácie v *Grafe 3.2* a *Grafe 3.3*, ktoré pôsobi v rámci ČR. Združenie SAP je záujmové združenie v oblasti výroby a výskumu vozidiel, projekcie a výroby zariadení pre výrobu vozidiel, obchodu a opráv vozidiel. Členovia SAP (2014) tvoria 85-90 % odboru automobilovej výroby, t.j. do kategórie spadajú výrobcovia z kategórie CZ-NACE C29 –Výroba motorových vozidiel (okrem motocyklov), prívesov a návesov, ale aj výrobcovia z iných CZ-NACE kategórií, ktorí sú prepojení s automobilovým priemyslom.

Hodnota celkovej priemyselnej výroby v ČR v *Grafe 3.3* v roku 2008 vyjadrená tržbami za všetky podnikateľské subjekty bola 3 511 987 mil. Kč. Hodnota tržieb firiem SAP bola v rovnakom roku 604 133 mil. Kč., čo predstavuje 17,2 % na celkovej priemyselnej produkcii ČR. Odhliadnuc od krízového roku 2009 sa tento podiel každoročne zvyšuje. Podiel v poslednom roku sledovaného obdobia bol 19,81 % z celkovej priemyselnej produkcie. Vyjadrené v číslach: členovia SAP v roku 2012 utŕžili 720 946 mil. Kč z celkových 3 639 143 mil. Kč.

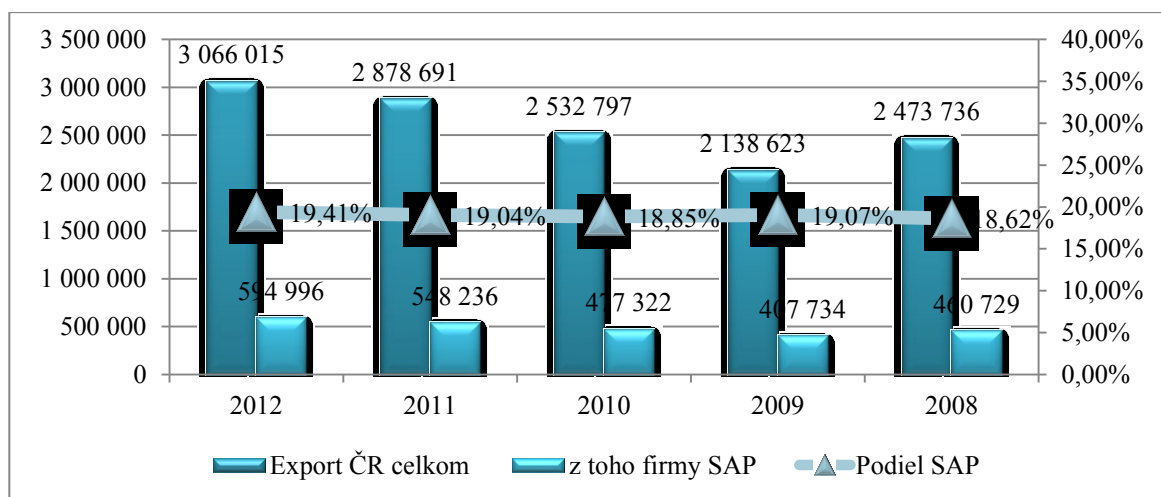
Graf 3.2: Vývoj podielu firiem SAP na priemyslovej produkcii ČR (v mil. Kč a v %)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa štatistík SAP (2014)

Pozitívny vývoj zaznamenal export členov SAP. V roku 2008 hodnota exportu firiem SAP bola 460 729 mil. Kč, čo predstavovalo 18,62% podiel na celkovom exporte. V roku 2012 vzrástla hodnota exportu firiem SAP na 594 996 mld. Kč, čo predstavovalo 19,41% podiel na celkovom exporte, a teda z toho vyplýva, že podiel firiem SAP na celkovom exporte ČR predstavuje takmer 1/5, vid' Graf 3.3.

Graf 3.3: Vývoj podielu firiem SAP na celkovom exporte ČR (v mil. Kč a v %)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa štatistík SAP (2014)

Ako už bolo uvedené vyššie, automobilový priemysel v ČR zohráva dôležitú úlohu v rámci hospodárstva ČR. Jeho podiel na celkovej priemyselnej produkcii, ale aj na exporte je nezanedbateľný. Cieľom práce je porovnať finančnú výkonnosť vybranej spoločnosti s odvetvím, v ktorom pôsobí. Odbor, ktorý najviac zodpovedá cieľu práce, je podľa klasifiká-

cie ekonomických činností klasifikovaný ako CZ-NACE C29 – Výroba motorových vozidiel (okrem motocyklov), prívesov a návesov. Ten možno rozčleniť do nasledujúcich odborov:

- 29.1 Výroba motorových vozidiel (okrem motocyklov) a ich motorov;
- 29.2 Výroba karosérií, prívesov a návesov;
- 29.3 Výroba dielov a príslušenstva pre motorové vozidlá a ich motory;
 - 29.31 Výroba elektrických a elektronických zariadení pre motorové vozidlá;
 - 29.32 Výroba ostatných dielov a príslušenstva pre motorové vozidlá.

3.2 Charakteristika spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech

Nasledujúca podkapitola je venovaná charakteristike spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o. Údaje pochádzajú z webových stránok spoločnosti a z výročných správ spoločnosti

3.2.1 História a súčasnosť spoločnosti

Spoločnosť HMMC pôsobí na území Českej republiky už šesť rokov. Spoločnosť bola zapísaná do obchodného registra 7. 7. 2006 a sídli v priemyselnej zóne Nošovice na ploche s rozlohou 200 ha. Celkový objem investície činí 1,12 mld. € a podľa redaktorov CZECHINVEST (2014b) radí sa medzi najväčšie investície na zelenej lúke v ČR. Nosným výrobným programom spoločnosti je výroba osobných automobilov a prevodoviek.

Výstavba závodu HMMC prebehla v rekordnom čase – od vztýčenia prvého piliera v apríli 2007 k dostavbe prebehlo len 18 mesiacov. Počas celého obdobia výstavby závodu HMMC bol kladený veľký dôraz na ohľaduplnosť voči životnému prostrediu. Stromy, ktoré sa nachádzali v rámci Nošovického závodu, neboli vyrúbané, ale dočasne premiestnené a po výstavbe opäť premiestnené do areálu. Celkovo tak bolo zachránených vyše 1 100 stromov.

Základný kapitál spoločnosti je 13 901 mil Kč. Spoločnosť HMMC je dcérskou spoločnosťou kórejskej spoločnosti Hyundai Motor Company. Materská spoločnosť je 100% vlastníkom HMMC. Výrobný závod v Nošoviciach je prvým a jediným závodom Hyundai Motor Company v krajinách Európskej únie a pre materskú spoločnosť predstavuje kľúčový nástroj etablovania sa na európskom trhu.

Celkový počet zamestnancov k 31. decembru 2012 bol 3 415, z toho 2 568 predstavovali kmeňoví zamestnanci a 829 agentúrni zamestnanci. 96 % zamestnancov boli zamestnanci s českou národnosťou.

Spoločnosť HMMC je držiteľom nasledovných certifikátov:

- Medzinárodne platný certifikát riadenia akosti ISO 9001:2008.
- Medzinárodne platný certifikát systému manažérstva životného prostredia ISO 14001:2004.

Spoločnosť HMMC je zároveň držiteľom:

- Národnej ceny kvality Českej republiky v kategórii výroby automobilov za rok 2011,
- Certifikátu Ministerstva životného prostredia Českej republiky za systém environmentálneho riadenia spoločnosti.

Jun Ha Kim – prezident spoločnosti HMMC vo výročnej správe za rok 2012 píše (2014, s. 3), „*Kalendárny rok 2012 priniesol spoločnosti viacero významných úspechov, rovnako ako nové výzvy. Vyrobili sme viac ako 303 000 vozidiel a viac ako 442 000 prevodoviek. Od spustenia sériovej výroby v novembri 2008 presvedčili automobily, vyrobené v HMMC, o svojej kvalite už viac ako 880 tisíc zákazníkov. Celý rok 2012 bol v znamení výroby modelu Hyundai i30 novej generácie, ktorého päťdverovú verziu sme začali vyrábať v januári, kombi v júni a trojdverovú verziu v novembri. Nová generácia modelu i30 nezaujala len zákazníkov, ale aj európskych motoristických novinárov, ktorí ju v závere roka 2012 nominovali do finále prestížnej ankety Európskej auto roka (COTY) 2013.*“

3.2.2 Vedenie spoločnosti a organizačná štruktúra

Vedenie spoločnosti HMMC k 31. decembru 2012:

- Jun Ha Kim – prezident spoločnosti HMMC,
- Dongwoo Choi – viceprezident, divízia nákupu
- Suk Jun Ahn – viceprezident, divízia výroby,
- Sung Ho Lim – viceprezident, divízia administratívy.
- Jae Woong Lim – finančný riaditeľ, vedúci finančného oddelenia.

Organizačná štruktúra HMMC k 31. decembru 2012:

- finančné oddelenie,
- administratívna subdivízia – oddelenie informačných technológií, ľudské zdroje, zamestnanecké vzťahy a bezpečnosť práce, všeobecné záležitosti, právo, styk s verejnosťou, správa budov a životného prostredia,

- výrobná subdivízia – lisovňa, zvarovňa, lakovňa, montáž, prevodovky, údržba, riadenie výroby, riadenie akosti, zaistovanie akosti,
- podpora predaja,
- subdivízia zásobovania – oddelenie vývoja dielov, nákup.

3.2.3 Produkcia spoločnosti

Spoločnosť HMMC zahájila sériovú výrobu automobilov v novembri 2008 prvou generáciou Hyundai i30. Všetky modely, ktoré sú vyrábané vo výrobnom závode v Nošovicích, sú vyvinuté špeciálne pre európsky trh v Technickom centre Hyundai v nemeckom meste Rüsselsheim. Spoločnosť HMMC v roku 2012 vyprodukovala 303 035 osobných automobilov. Tržby za predaj výrobkov a služieb v danom roku predstavujú 92 212 227 tis. Kč. V roku 2011 spoločnosť HMMC vyprodukovala 251 000 osobných automobilov a utŕžila 69 580 613 tis. Kč, čo predstavuje medziročný nárast produkcie o 21% a medziročný nárast tržieb o 33%. Prevádzkový výsledok hospodárenia spoločnosti za rok 2012 predstavuje 7 369 635 tis. Kč. (2011- 4 169 512 tis. Kč.). Spoločnosť HMMC má nasledujúci produktový rad:

Tabuľka 3.1: Produktová rada vyrábaných automobilov v rokoch 2008 až 2012

Model	Počiatok výroby	Ukončenie Výroby
Hyundai i30-I. generácia	11/2008	12/2011
Hyundai i30 cw	2/2009	5/2012
Kia Venga	11/2009	5/2011
Hyundai ix20	9/2010	Doposiaľ
Hyundai ix35	7/2011	Doposiaľ
Hyundai i30 hatchback-II. generácia	1/2012	Doposiaľ
Hyundai i30 kombi- II. generácia	6/2012	Doposiaľ
Hyundai i30 trojdverový- II. generácia	11/2012	Doposiaľ

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa štatistík výročných správ spoločnosti HMMC

4 Analýza podniku a odvetvia na základe vybraných metód

V kapitole 4 budú aplikované teoretické poznatky popísané v druhej kapitole na konkrétnu spoločnosť. Touto spoločnosťou je spoločnosť Hyundai Motor Manufacturing Czech, ktorej stručná charakteristika sa nachádza v kapitole 3. Finančné výkazy spoločnosti sa nachádzajú v *Prílohe č.1*. Teoretické poznatky budú aplikované na hodnoty vybraných položiek finančných výkazov v období medzi rokmi 2008 až 2012 (ďalej len „sledované obdobie“).

4.1 Finančná analýza trendov a štruktúry spoločnosti HMMC

4.1.1 Analýza trendov- horizontálna analýza

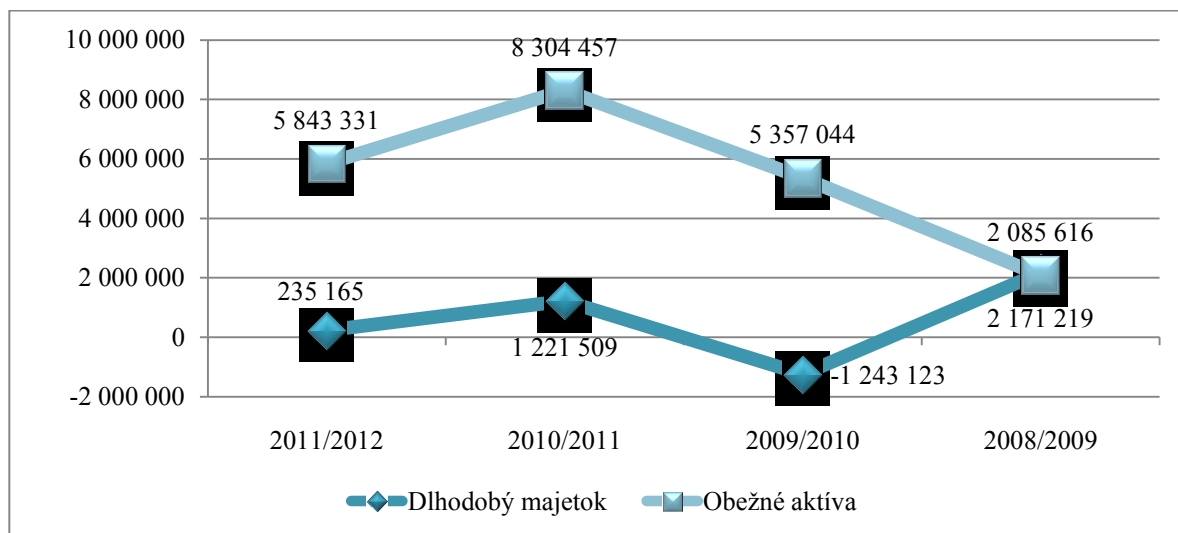
Napriek tomu, že obdobie rokov 2006 a 2007 nespadá do sledovaného obdobia, je dôležité spomenúť udalosti, ktoré nastali v tomto období, najmä z toho dôvodu, že došlo k výrazným zmenám v štruktúre majetku aj pasív.

K najväčšiemu nárastu bilančnej sumy spoločnosti HMMC došlo v období medzi rokmi 2006 až 2008. V tomto období došlo postupne k zapísaniu do obchodného registra k 7. júlu 2006, k vztýčeniu prvého pilieru Nošovického závodu spoločnosti HMMC v apríli 2007 až k dokončeniu výstavby závodu v auguste 2008. K 31. decembru 2006 bola bilančná suma 1 174,879 mil. Kč. K 31. decembru 2008 už 24 464,538 mil. Kč. Najväčšie prírastky v tomto období teda súvisia s výstavbou závodu – výrobné haly. V súvahe sa to prejavilo v raste hodnoty stavieb. K 31. decembru 2006 bola hodnota stavieb 356 tis. Kč. K 31. decembru 2008 už 6 632,823 mil. Kč. S tým úzko súvisí aj nárast hodnoty pozemkov, na ktorých nošovický závod stojí. Nárast hodnoty pozemkov v spomínanom období bol z 0 Kč na 105,528 tis. Kč. Súbežne s výstavbou výrobné haly spoločnosť HMMC vybavila túto halu strojným vybavením. V súvahe sa to prejavilo v hodnote samostatne hnuteľných vecí a súbore hnuteľných vecí (ďalej len „SHV“). Okrem strojného vybavenia umiestneného v závode rast hodnoty SHV ovplyvnilo aj obstaranie foriem potrebných pre výrobu dielov, ktoré má spoločnosť HMMC umiestnené u dodávateľov týchto dielov, a lisovacie formy na plechové diely. Hodnota SHV k 31. decembru 2006 bola 4,518 mil. Kč. K 31. decembru 2008 už 9 973,093 mil. Kč. Hodnotu bilančnej sumy v neposlednom rade ovplyvnila aj položka nedokončeného dlhodobého hmotného majetku, ktorá predstavuje obstaranie dlhodobého hmotného majetku počas doby jeho obstarania až do uvedenia do stavu spôsobilého na užívanie.

Od roku 2009 rast bilančnej sumy pokračuje, avšak v tomto období je hodnota dlhodobého majetku stabilná a rast bilančnej sumy je ovplyvnený nárastom hodnoty obežných aktív spoločnosti.

Medziročné zmeny vybraných položiek aktív a pasív sú uvedené v *Prílohe č. 2*. V *Grafe 4.1* sú zobrazené medziročné zmeny hodnoty dlhodobého majetku a obežných aktív v sledovanom období. V spomínanej prílohe sú medziročné zmeny vyjadrené v absolútnych, ale aj v relatívnych hodnotách. V grafe sú medziročné zmeny znázornené v absolútnych hodnotách. Absolútne zmeny boli počítané podľa vzorca (2.1), relatívne zmeny na základe vzorca (2.2).

Graf 4.1: Horizontálna analýza aktív spoločnosti HMMC v absolútnych hodnotách (v tis. Kč)



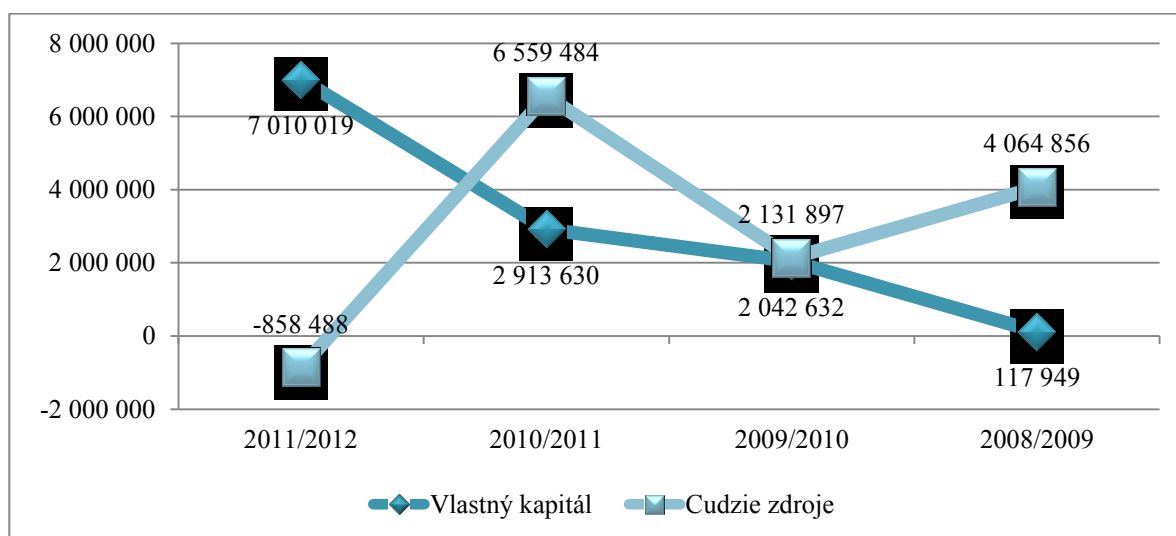
Prírastky dlhodobého hmotného majetku počas celého sledovaného obdobia súvisia najmä s rozširovaním výroby a zároveň so zvyšovaním celkovej výrobnnej kapacity spoločnosti HMMC. Spoločnosť v tomto období obstarávala najmä strojné vybavenie a formy pre výrobu dielov, ktoré sú umiestnené u dodávateľov spoločnosti HMMC. Úbytky dlhodobého hmotného majetku počas celého sledovaného obdobia súvisia najmä s odpisovaním tohto majetku, resp. s prípadným vyradením majetku. Celková hodnota dlhodobého majetku v sledovanom období rástla v porovnaní s rastom obežných aktív výrazne menej. Medzi rokmi 2008 až 2012 hodnota dlhodobého majetku narástla o 2 384,770 mil. Kč v porovnaní s nárastom hodnoty obežného majetku, ktorého hodnota narástla o 21 590,448 mil. Kč.

Rast obežných aktív spoločnosti HMMC súvisí so zahájením výroby na sklonku roku 2008. Prvý produkovaný model bol Hyundai i30 I. generácie, ktorý bol postupne nasledovaný ďalšími modelmi značky Hyundai resp. Kia, vid' *Tabuľka 3.1*. Medzi rokmi 2008 až 2009 sa

hodnota obežných aktív spoločnosti zvýšila o 2 085,616 mil. Kč, čo predstavuje nárast o 27 % v porovnaní s hodnotou obežných aktív k 31. decembru 2008. Medzi rokmi 2009 až 2010 o 5 357,044 mil. Kč, čo predstavuje nárast o 66 %. Medzi rokmi 2010 až 2011 o 8 304,457 mil. Kč, čo predstavuje nárast o 61 % a nakoniec medzi rokmi 2011 až 2012 hodnota obežných aktív zvýšila o 5 843,331 mil. Kč, čo v porovnaní s predchádzajúcim rokom predstavuje nárast o 27%. Najväčší vplyv na zmenu hodnoty obežných aktív v sledovanom období mali krátkodobé pohľadávky a v poslednom medziročnom období aj krátkodobý finančný majetok, vid' *Príloha č. 2*.

Rast hodnoty pasív počas celého sledovaného obdobia ovplyvnil jednak rast vlastného kapitálu ako i nárast cudzích zdrojov. Hodnotu vlastného kapitálu ovplyvňovali najmä dve zložky, a to základný kapitál a výsledok hospodárenia. Zmena hodnoty cudzích zdrojov bola ovplyvnená významnými zmenami všetkých štyroch zložiek cudzích zdrojov, a teda rezerv, dlhodobých záväzkov, krátkodobých záväzkov a v neposlednom rade aj bankových úverov.

Graf 4.2: Horizontálna analýza aktív spoločnosti HMMC v absolútnych hodnotách (v tis. Kč)



Počas sledovaného obdobia hodnota základného kapitálu vzrástla z 12 293 mil. Kč k 31. decembru 2008 na 13 901 mil. Kč k 31. decembru 2013. Nárast hodnoty základného kapitálu bol len jednorazový a uskutočnil sa v roku 2009 vkladom jediného spoločníka, a to spoločnosti Hyundai Motor Company vo výške 1 608 mil. Kč. Hodnotu vlastného kapitálu počas celého sledovaného obdobia podstatne ovplyvňoval aj dosiahnutý hospodársky výsledok.

Spoločnosť v roku 2008 bola stratová, a to vo výške -2 575,741 mil. Kč. Strata sa presunula do roku 2009 do výkazovej pozície „Neuhradená strata minulých období“ v plnej výške.

Podobne tomu bolo aj v roku 2009, keď firma bola stratová vo výške -1 490,052 mil. Kč. Strata sa presunula do roku 2010 do rovnakej výkazovej pozície, a teda do pozície „Neuhrađená strata minulých období“ v plnej výške. V roku 2010 sa však situácia zlepšila a spoločnosť HMMC prvýkrát od svojho vzniku dosiahla zisk vo výške 2 042,632 mil. Kč, ktorý nasledujúci rok použila na úhradu straty minulých rokov. V roku 2011 spoločnosť HMMC opäť dosiahla zisk 2 913,630 mil. Kč, ktorý opäť v nasledujúcom roku použila na úhradu straty minulých rokov. V poslednom roku sledovaného obdobia spoločnosť HMMC dosiahla zisk 7 010,019 mil. Kč, čo v absolútnom vyjadrení predstavuje medziročnú zmenu 4 096,389 mil. Kč. V relatívnom vyjadrení medziročný zisk medzi rokmi 2011 a 2012 podrástol o 141 %.

Pri horizontálnej analýze výnosov spoločnosti je potrebné zohľadniť fakt, že spoločnosť je relatívne mladá. Bola založená 7. júla 2006. Stavba závodu HMMC bola zahájená v marci 2007 a sériová výroba bola spustená v novembri 2008, a teda prvý rok sledovaného obdobia. Z tohto faktu vyplývajú každoročné dvadsaťmiliardové medziročné rasty tržieb spoločnosti.

Medziročný rast tržieb v sledovanom období je zobrazený v *Grafe 4.3*. Pre dodržanie jednotnej metodiky vo výpočte tržieb a ich medziročných zmien, boli tržby počítané nasledovným spôsobom:

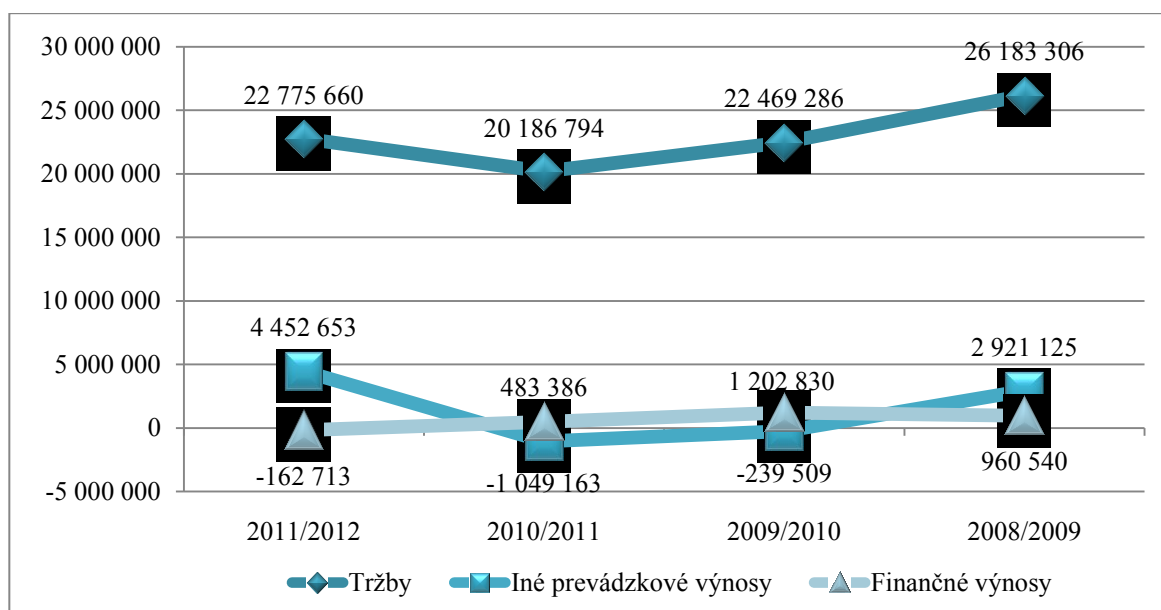
$$T = \text{Tržby za predaj tovaru (I.)} + \text{Výkony (II.)} + \text{Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu (III.)} + \text{Tržby z predaja cenných papierov a podielov (VI.)}$$

Ostatné výnosy z prevádzkovej činnosti sú v spomínanom grafe zhrnuté pod položkou „Iné prevádzkové výnosy“. Položka „Finančné výnosy“ je súčtom výnosových úrokov a iných finančných výnosov. Výnosové úroky neboli zobrazené v spomínanom grafe ako samostatná položka, pretože ich vplyv je len nepatrný.

V roku 2009 spoločnosť HMMC vyrobila 118 000 osobných automobilov. Tržby spoločnosti vzrástli z 3 482,198 mil. Kč v roku 2008 na 28 368,896 mil. Kč v roku 2009. To predstavuje nárast 26 183,306 mil. Kč. Treba podotknúť, že s výnimkou roku 2010 tvorili predané automobily počas celého sledovaného obdobia 97 % tržieb za predaj výrobkov. V roku 2010 to bolo až 98 % tržieb. Zvyšné percentá predstavovali predaje prevodoviek a ďalších polotovarov, ktoré spoločnosť dodáva iným závodom v skupine Hyundai Motor Company. Okrem rastu tržieb rast medzi rokmi 2008 a 2009 zaznamenali aj iné prevádzkové výnosy a finančné výnosy postupne o 2 921,125 mil. Kč a 960,540 mil. Kč. Nárast tržieb v nasledujúcom období je spätý s rozširovaním výroby o jednotlivé modelové rady podľa *Tabuľky 3.1*, so zvyšovaním celkovej výrobnnej kapacity spoločnosti HMMC a v postupnom zvyšovaní predaného množstva vyrobených osobných automobilov a prevodoviek. Medziročný rast tržieb spolu

s číselnými hodnotami je zobrazený v *Grafe 4.3*. Dá sa však konštatovať, že tržby v nasledujúcom sledovanom období rástli medziročne vždy o viac ako 20 mld. Kč. Medzi rokmi 2009 až 2011 sa pozitívne menia a rastú aj finančné výnosy. Najprv o 1 202,830 mil. Kč medzi rokmi 2009 a 2010 a o 483,386 mil. Kč medzi rokmi 2010 a 2011. V období medzi rokmi 2011 a 2012 nastáva negatívna zmena v hodnote finančných výnosov. Ich hodnota v porovnaní s predchádzajúcim rokom klesla o -162,713 mil. Kč. Iné prevádzkové výnosy v období medzi rokmi 2009/2010 a 2010/2011 klesajú postupne o -239,509 mil. Kč a o -1 049,163 mil. Kč. Nárast hodnoty iných prevádzkových výnosov medzi rokmi 2011/2012 o 4 452,653 mil. Kč bol spôsobený v prevažnej miere nárastom hodnoty výnosov z postúpených krátkodobých pohľadávok z 1 370,634 mil. Kč v roku 2011 na 5 508,690 mil. Kč v roku 2012. Tento nárast bol však zneutralizovaný hodnotovo takmer identickým nárastom iných prevádzkových nákladov z týchto postúpených pohľadávok, vid' *Graf 4.5*.

Graf 4.3: Horizontálna analýza výnosov spoločnosti HMMC v absolútnych hodnotách (v tis. Kč)

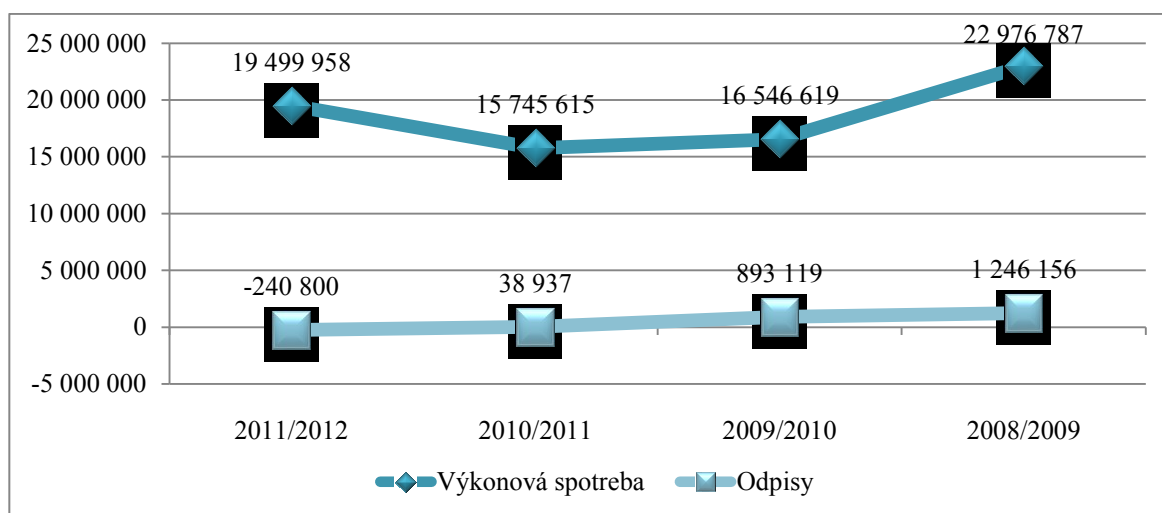


Pre lepšiu rozlíšiteľnosť medziročného rastu resp. poklesu jednotlivých položiek nákladov, boli údaje rozdelené do 2 grafov, do *Grafu 4.4* a *Grafu 4.5*.

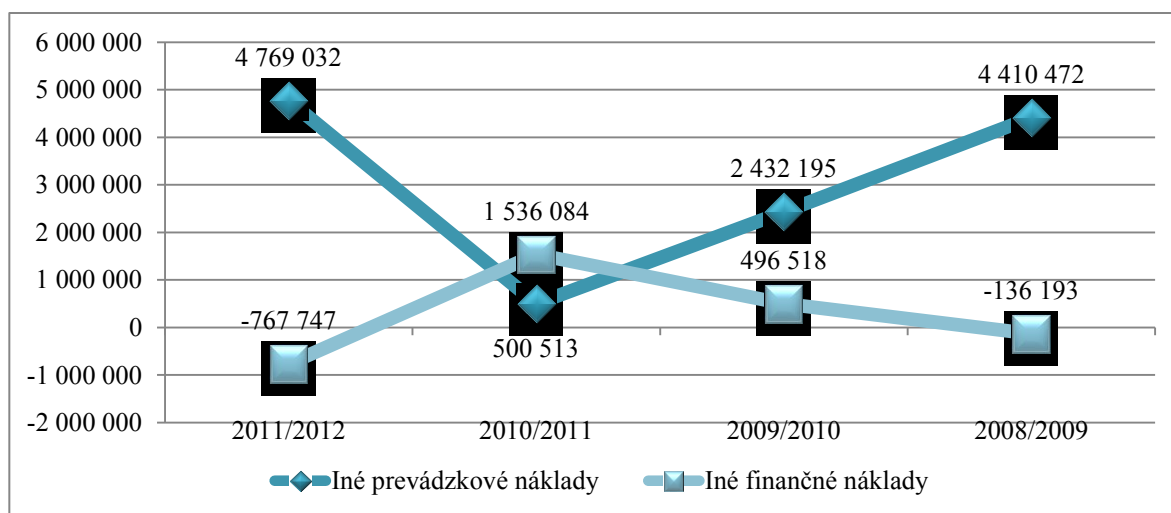
Rozširovanie výroby a zvyšovanie celkovej výrobnnej kapacity je úzko späté s nárastom nákladov. Medzi rokmi 2008 a 2009 výkonová spotreba narástla o 22 976,787 mil. Kč. Nasledujúce roky medziročná zmena výkonovej spotreby narastala rádovo o niekoľko miliárd, ale zároveň nikdy neprekročila 20 mld. Kč. Medziročný rast výkonovej spotreby je zobrazený v *Grafe 4.4*. Finančné náklady, vid' *Graf 4.5*, medzi rokmi 2008/2009/2010/2011 rastú po-

stupne oproti minulému obdobiu o 345,862 mil. Kč, 492,565 mil. Kč a 1 315,819 mil. Kč. Medzi rokmi 2011/2012 hodnota finančných nákladov poklesla o -784,058 mil. Kč. Okrem vyššie uvedených zmien mala na medziročné zmeny hodnoty celkových nákladov vplyv aj o zmena hodnoty odpisov, viď *Graf 4.4*. Tá až do roku 2011 medziročne rástla, postupne o 4 410,472 mil. Kč, 2 432,195 mil. Kč a 38,937 mil. Kč. V období medzi rokmi 2011/2012 však hodnota odpisov poklesla o -240,800 mil. Kč.

Graf 4.4: Horizontálna analýza nákladov spoločnosti HMMC č.1 v absolútnych hodnotách (v tis. Kč.)



Graf 4.5: Horizontálna analýza nákladov spoločnosti HMMC č.2 v absolútnych hodnotách (v tis. Kč.)



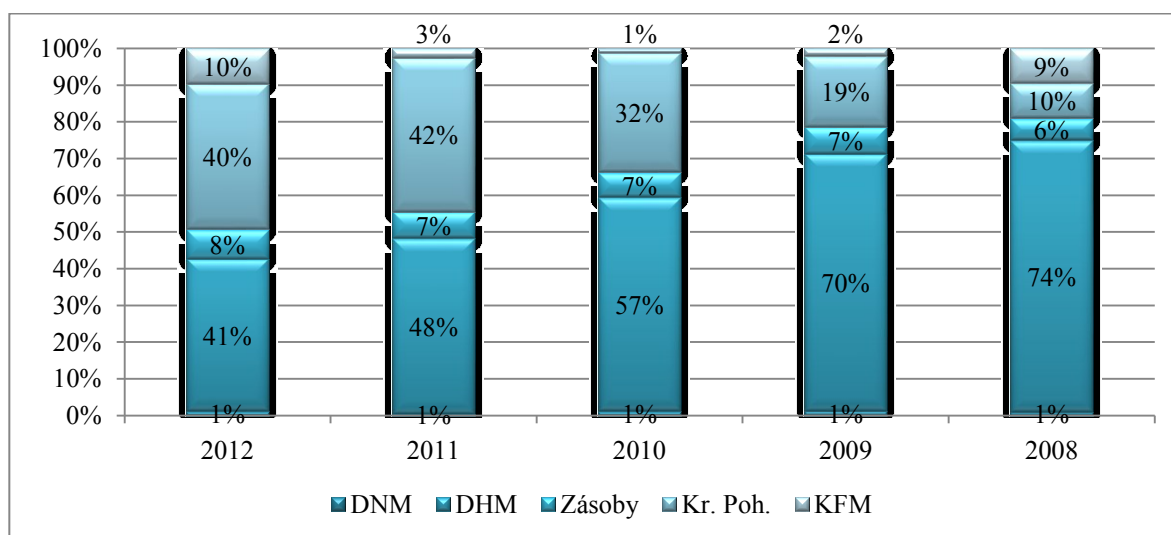
4.1.2 Analýza štruktúry – vertikálna analýza

Na začiatku sledovaného obdobia má najvyšší podiel na hodnote aktív hodnota dlhodobého majetku, konkrétnejšie najmä hodnota dlhodobého hmotného majetku. Dôvodom tohto

pomeru je, že spoločnosť HMMC začala sériovú výrobu až na sklonku roku 2008. Začiatku sériovej výroby predchádzala výstavba nošovického závodu, a teda rast hodnoty dlhodobého majetku. V roku 2008 tvoril podiel dlhodobého majetku na celkových aktívach až 75 %. Celková hodnota dlhodobých aktív bola nasledujúce roky sledovaného obdobia viac-menej stabilná, avšak ich podiel na hodnote celkových aktív klesal postupne na 71 % v roku 2009, 58 % v roku 2010, 48 % v roku 2011 a nakoniec na 43 % v roku 2012.

Rast hodnoty jednotlivých položiek obežných aktív sa prejavil vo zvýšení podielu obežných aktív na celkových aktívach. Najvýraznejší vplyv na zmenu hodnoty obežných aktív mala najmä zmena – výrazný rast – hodnoty krátkodobých pohľadávok, ktoré plynú z predaja osobných automobilov a prevodoviek zákazníkom spoločnosti HMMC. Zásoby spoločnosti HMMC predstavujú zásoby vlastnej výroby, a teda hotové automobily a polotovary vznikajúce v priebehu výroby automobilov. Okrem toho hodnotu zásob spoločnosti ovplyvňuje aj hodnota zásob materiálu potrebného pre výrobu automobilov a zásoby náhradných dielov pre výrobné zariadenia. Podiel obežných aktív spoločnosti na hodnote celkových aktív stúpal postupne z 25 % v roku 2008, na 29 % v roku 2009, 41 % v roku 2010, 52 % v roku 2011 až na 57 % v roku 2012. Podiel jednotlivých položiek obežných aktív na celkovej hodnote aktív je zobrazený v *Grafe 4.6*. Hodnoty podielov jednotlivých položiek na celkových aktívach sa nachádzajú v *Prílohe č. 4*.

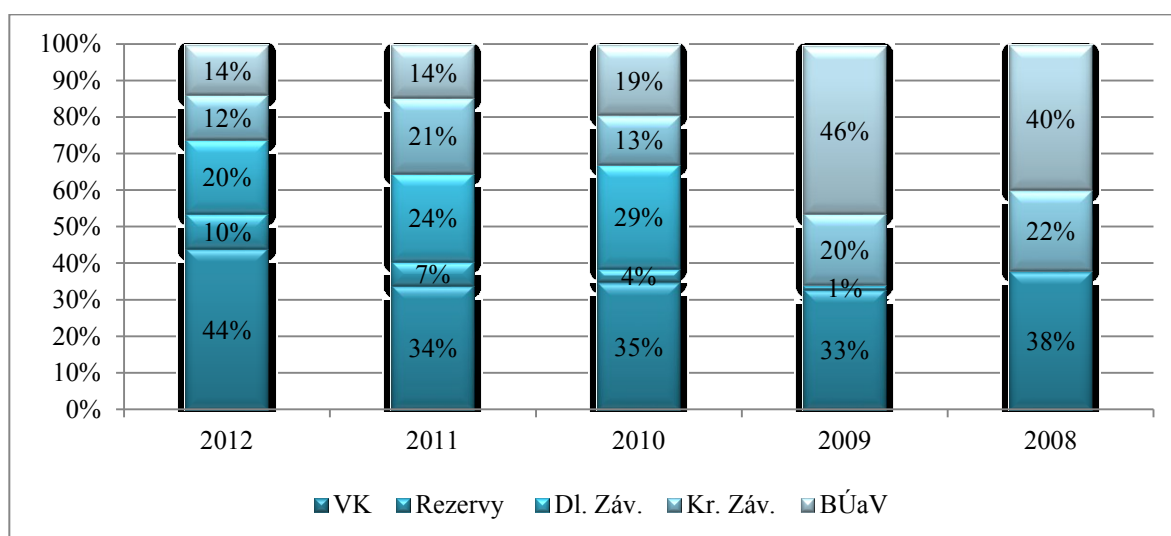
Graf 4.6: Vertikálna analýza aktív spoločnosti HMMC (v %)



Podiel jednotlivých položiek pasív na celkových pasívach počas celého sledovaného obdobia kolíše. Podiel vlastného kapitálu na hodnote celkových pasív ovplyvňuje najmä hodnota základného kapitálu a výsledkov hospodárenia bežného a minulého obdobia. Podiel na hodno-

te celkových pasív pri cudzích zdrojoch v prvých dvoch rokoch sledovaného obdobia najviac ovplyvňuje hodnota bankových úverov a výpomocí, ale taktiež hodnota krátkodobých záväzkov. V roku 2010 dochádza k významnej zmene štruktúry podielov jednotlivých zložiek cudzích zdrojov na celkových pasívach. Je to najmä z toho dôvodu, že spoločnosť HMMC v tomto roku emitovala dlhopisy, ktoré sú zaistené garanciou od materskej spoločnosti Hyundai Motor Company. Spoločnosť emitovala dlhopisy 15. apríla 2010 na Singapurskej burze v celkovej nominálnej hodnote 500 000 000 \$. Splatnosť dlhopisov je päť rokov. Emisia dlhopisov ovplyvnila podiel dlhodobých záväzkov na celkovej hodnote pasív, čo je jasne viditeľné na *Grafe 4.7*. Zmenu štruktúry podielov jednotlivých položiek pasív na celkových pasívach od roku 2010 začína výraznejšie ovplyvňovať aj hodnota rezerv spoločnosti. Rezervy spoločnosť HMMC tvorí na nevybranú dovolenku zamestnancov a na záručné opravy vyrobených osobných automobilov. Výraznejší vplyv však má hodnota rezerv na záručné opravy. Podiel jednotlivých položiek pasív na hodnote celkových pasív sa nachádza v *Prílohe č. 4*.

Graf 4.7: Vertikálna analýza pasív spoločnosti HMMC (v %)

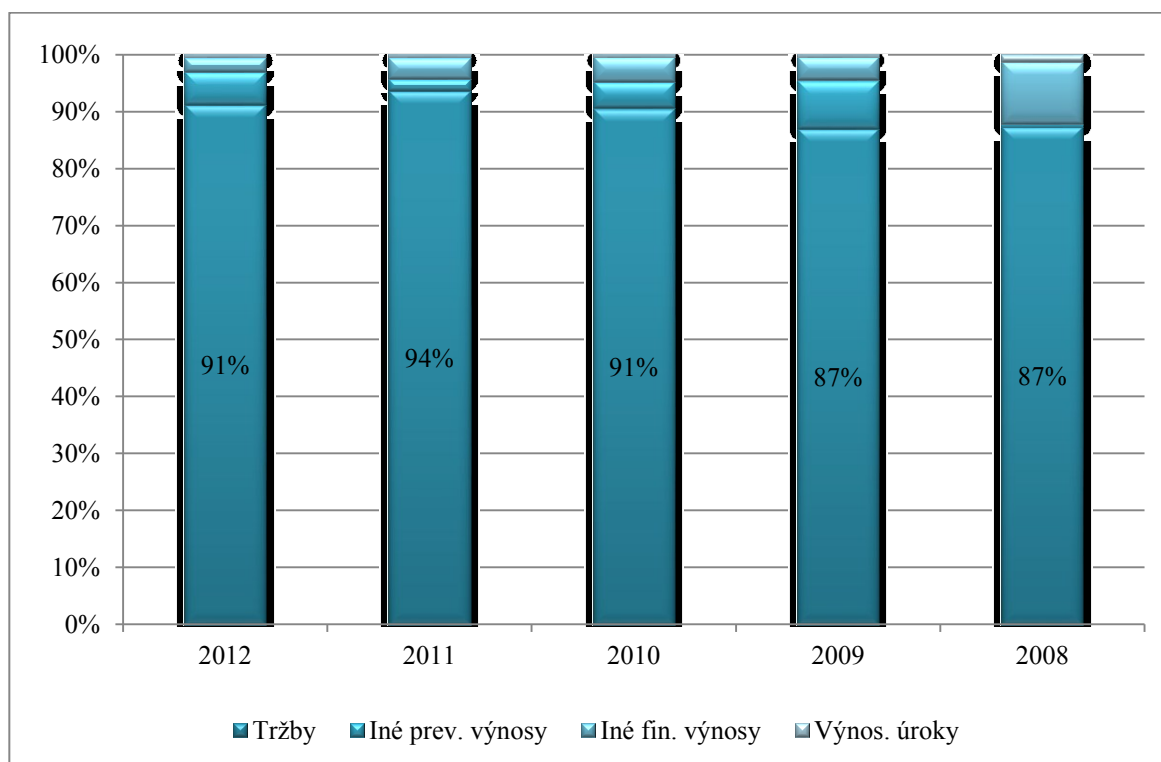


Ako už bolo deklarované vyššie, s výnimkou roku 2010, počas celého sledovaného obdobia tvoria predané automobily 97 % tržieb za predaj výrobkov. V roku 2010 to bolo 98 % tržieb. Zvyšné percentá predstavovali predaje prevodoviek a ďalších polotovarov, ktoré spoločnosť dodáva iným závodom v skupine Hyundai Motor Company. Predaj osobných automobilov, prevodoviek a ďalších polotovarov predstavuje gro výnosov spoločnosti HMMC. Tieto výnosy sú na *Grafe 4.8* súčasťou tržieb. Pre zachovanie jednotnej metodiky pri výpočte tržieb sú okrem tržieb za predaj tovaru a výkonov do tržieb zaradené aj tržby z predaja dlho-

dobého majetku a materiálu a tržby z predaja cenných papierov a podielov, ktoré však tvoria počas celého sledovaného obdobia zanedbateľnú časť na tržbách.

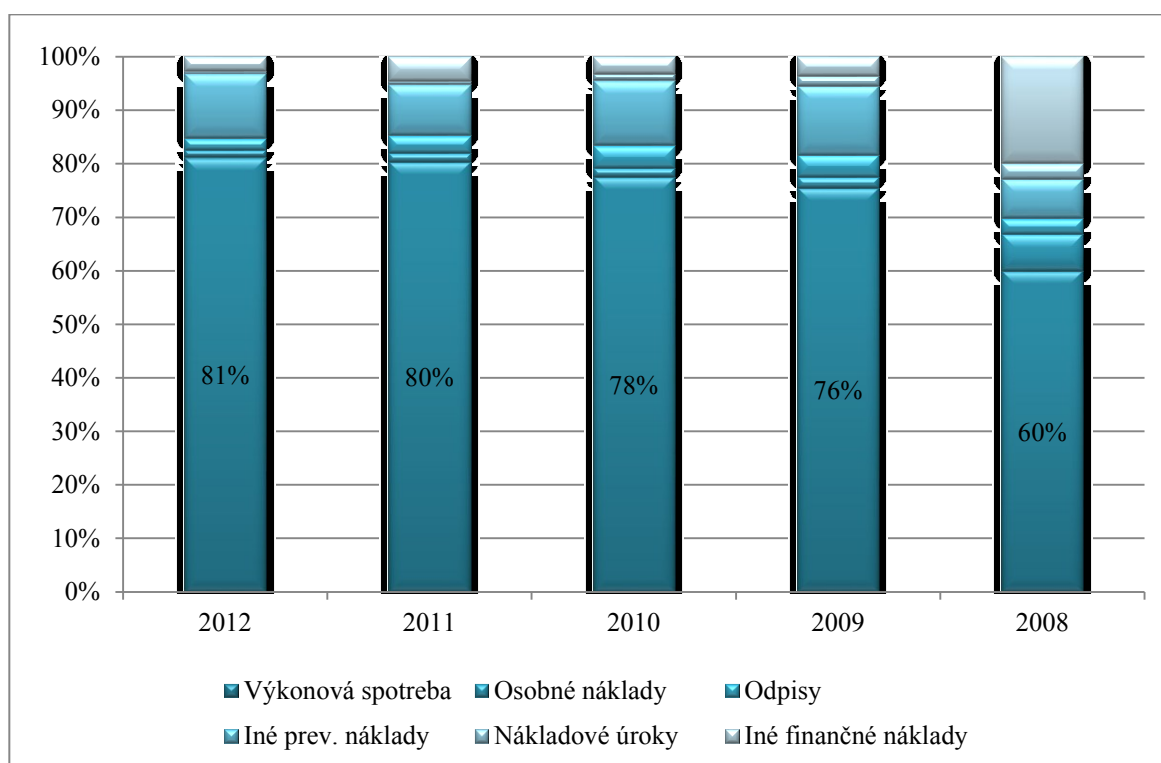
Tržby majú nasledujúci podiel na celkových výnosoch: 87 % v roku 2008, 87 % v roku 2009, 91 % v roku 2010, 94 % v roku 2011 a nakoniec 91 % v roku 2012. Všetky hodnoty podielov na celkových výnosoch sa nachádzajú v *Prílohe č. 5* a sú zobrazené v *Grafe 4.8*.

Graf 4.8: Vertikálna analýza výnosov spoločnosti HMMC v %



Gro nákladov spoločnosti HMMC počas celého sledovaného obdobia tvoria prevádzkové náklady. Najvyšší podiel má počas celého obdobia výkonová spotreba s výrazným odstupom od ostatných položiek nákladov. Malý podiel na prevádzkových nákladoch, a teda aj na celkových nákladoch, majú odpisy, mzdové náklady a iné prevádzkové náklady. Výrazný podiel na hodnote celkových nákladov mali v roku 2008 aj iné finančné náklady a nákladové úroky. Hodnota ich spoločného podielu v danom roku bola 23 %. Nasledujúce roky sledované ho obdobia hodnota podielu nikdy nestúpila nad 5 %. Percentuálny podiel vybraných položiek nákladov je zobrazený v *Grafe 4.9*. Hodnoty týchto podielov sa nachádzajú v *Prílohe č. 5*.

Graf 4.9: Vertikálna analýza nákladov spoločnosti HMMC (v %)



4.2 Finančná analýza pomerových ukazovateľov spoločnosti HMMC

4.2.1 Výsledok hospodárenia spoločnosti a ukazovatele rentability

Rentabilita (výnosnosť) je jedným z najhlavnejších kritérií hospodárenia podniku. Vyjadruje schopnosť podniku dosahovať zisk z vložených prostriedkov (kapitálu). Rôzne druhy rentability sa počítajú z rôznych druhov výsledkov hospodárenia. Najčastejšie sa však využíva EBIT (angl.: Earnings Before Interests and Taxes), čo je hospodársky výsledok pred zdanením a úrokmi a EAT (angl.: Earnings After Taxes), čo je hospodársky výsledok po zdanení, a teda čistý zisk. Hodnoty týchto druhov výsledku hospodárenia sa nachádzajú v *Tabuľke 4.1*. Okrem EAT a EBIT sa v tabuľke nachádza aj výsledok hospodárenia v podobe EBT (angl.: Earnings Before taxes), čo je hrubý zisk, resp. hospodársky výsledok pred zdanením. Tento druh výsledku hospodárenia bol do danej tabuľky umiestnený preto, lebo sa neskôr využíva pri pyramídom rozklade ukazovateľov. Výpočet jednotlivých druhov výsledku hospodárenia sa nachádza v *Prílohe č. 6*.

Tabuľka 4.1: EAT, EBT a EBIT spoločnosti HMMC (v tis. Kč)

Druh výsledku hospodárenia	2012	2011	2010	2009	2008
EAT	7 010 019	2 913 630	2 042 632	-1 490 052	-2 575 741
EBT	7 419 657	3 598 189	1 578 057	-1 490 052	-2 575 741
EBIT	7 865 212	4 060 055	2 260 188	-803 968	-2 371 712

Pri výpočte jednotlivých druhov rentabilít sa však vychádza z EAT a EBIT. Všetky hodnoty ukazovateľov rentability v rokoch 2008 a 2009 ovplyvňuje záporná hodnota EBIT a EAT. Spoločnosť v týchto rokoch bola v počiatkoch svojej produkcie a to sa odrazilo na dosiahnutých výsledkoch hospodárenia a v konečnom dôsledku aj na hodnotách jednotlivých rentabilít. Výnosnosť je v týchto rokoch záporná, a teda spoločnosť HMMC vyprodukovala stratu z vloženého kapitálu. Situácia sa mení od roku 2010, keď spoločnosť HMMC dosiahla pozitívne hodnoty EBIT a EAT, čiže dosiahla zisk. To sa prejavilo aj v hodnotách jednotlivých ukazovateľov rentabilít, ktoré sa počínajúc týmto rokom s rastom dosiahnutého zisku zvyšujú. Vývoj hodnôt ukazovateľov rentability sa nachádza v *Tabuľke 4.2* a zároveň sú tieto hodnoty znázornené v *Grafe 4.10*.

Tabuľka 4.2: Hodnoty ukazovateľov rentability spoločnosti HMMC (v %)

Ukazovatele	Vzorec	2012	2011	2010	2009	2008
ROA	(2.4)	16,23%	9,58%	6,88%	-2,80%	-9,74%
ROE	(2.5)	32,80%	20,29%	17,84%	-15,84%	-27,74%
ROCE	(2.6)	20,54%	14,82%	10,25%	-4,54%	-25,44%
ROS	(2.7)	7,34%	4,00%	3,89%	-4,95%	-65,75%

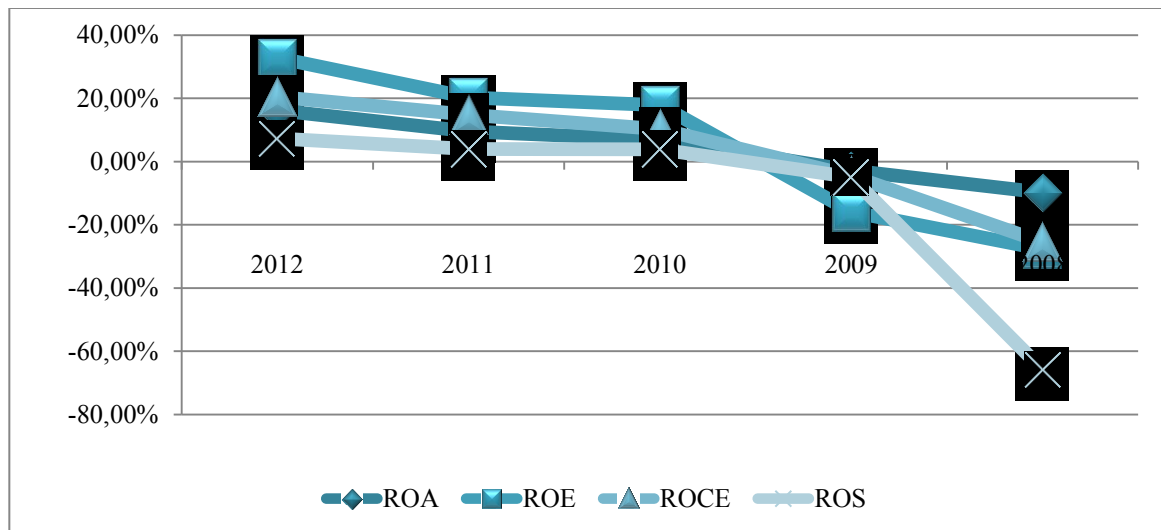
Hodnota ROA hovorí o tom, ako bola zhodnotená každá jedna Kč vložená do majetku. Najviac sa každá Kč vložená do majetku spoločnosti zhodnotila v poslednom roku sledovaného obdobia, a to o 15,46 %.

Hodnota ROE v jednotlivých rokoch je najzaujímavejším ukazovateľom pre majiteľa, jediného akcionára spoločnosti HMMC, Hyundai Motor Company. Hodnota vypovedá o tom, ako dcérska spoločnosť dokázala zhodnotiť každú jednu Kč, ktorú materská spoločnosť vložila do HMMC. Tak ako pri predchádzajúcom ukazovateli rentability, aj pri ROE sa každá Kč vlastného kapitálu zhodnotila najlepšie v roku 2012, a to o 32,8 %.

Hodnota ROCE hovorí o tom, ako sa v spoločnosti zhodnocuje dlhodobý kapitál, t.j. kapitál so splatnosťou dlhšou ako jeden rok. Každá Kč dlhodobého kapitálu sa najlepšie zhodnotila v roku 2012, a to o 19,57 %.

Hodnota ROS vypovedá o tom, koľko percent EBIT-u spoločnosť HMMC vyprodukovala z každej jednotky tržieb. Hodnota ROS je najvyššia v roku 2012, keď dosiahla 7,84 %.

Graf 4.10: Vývoj hodnôt ukazovateľov rentability spoločnosti HMMC (v %)



4.2.2 Ukazovatele zadlženosti

Pri finančnej analýze podniku je dôležité zohľadniť zadlženosť podniku. Zadlženosť sa dá skúmať potom z viacerých uhlov pohľadu, a to z pohľadu celkovej zadlženosti, čiže podielu cudzích zdrojov na celkovej bilančnej sume. V roku 2008 bol celkový podiel cudzích zdrojov na bilančnej sume 61,89 %. V roku 2009 hodnota podielu vzrástla na 66,71 % v dôsledku rastu hodnoty dlhodobých bankových úverov. V dôsledku vyššej hodnoty celkovej zadlženosti stúplo veriteľské riziko. Zadlženosť však sama o sebe nie je negatívnou charakteristikou podniku, pokiaľ je podnik schopný z celkového investovaného kapitálu vyprodukovať vyšší výnos, ako je výška úrokov za použitý cudzí kapitál. Pri pohľade na *Tabuľku 4.3* sa dá konštatovať, že od roku 2010 spoločnosť HMMC vyprodukovala vyšší výnos, ako bola výška úrokov za použitý cudzí kapitál.

Z pohľadu bežnej zadlženosti, t.j. podielu krátkodobých zdrojov na celkovej bilančnej sume, sa dá konštatovať, že hodnota tohto ukazovateľa sa vyvíja pozitívne, a teda klesá z 61,73 % v roku 2008 na 20,72 % v roku 2012. Hodnoty podielov krátkodobých zdrojov na celkovej bilančnej sume sa nachádzajú v *Tabuľke 4.3*.

Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu by sa mal pohybovať v rozmedzí 80 % – 120 %. Hodnota tohto ukazovateľa sa ani jeden rok sledovaného obdobia nedostala do tohto rozmedzia. K hornej hranici sa priblížila v roku 2012, keď zadlženosť vlastného kapitálu dosiah-

la 126,2 %. Hodnoty tohto ukazovateľa hovoria o tom, že spoločnosť využíva na financovanie svojej činnosti prevažne cudzí kapitál. Vyplyva z nich, že čím väčší je podiel cudzieho kapitálu na vlastnom kapitále, a v konečnom dôsledku čím väčší je podiel cudzieho kapitálu na celkovej bilančnej sume, tým väčšie je veriteľské riziko. Ako bolo však už uvedené vyššie, spoločnosť HMMC vyprodukovala vyšší výnos, ako bola výška úrokov za použitý cudzí kapitál. Vyššia zadlženosť cudzím kapitálom teda nie je negatívnou charakteristikou podniku.

Ďalším dôležitým ukazovateľom je stupeň krytia fixných aktív. Platí, že fixné (dlhodobé) aktíva by mali byť v plnej výške kryté dlhodobým kapitálom. Hodnota tohto ukazovateľa od roku 2008 stúpa počas celého sledovaného obdobia, avšak počas prvých dvoch rokov sú fixné aktíva kryté aj krátkodobým kapitálom. Dlhodobé aktíva boli kryté v plnej výške dlhodobým kapitálom od roku 2010.

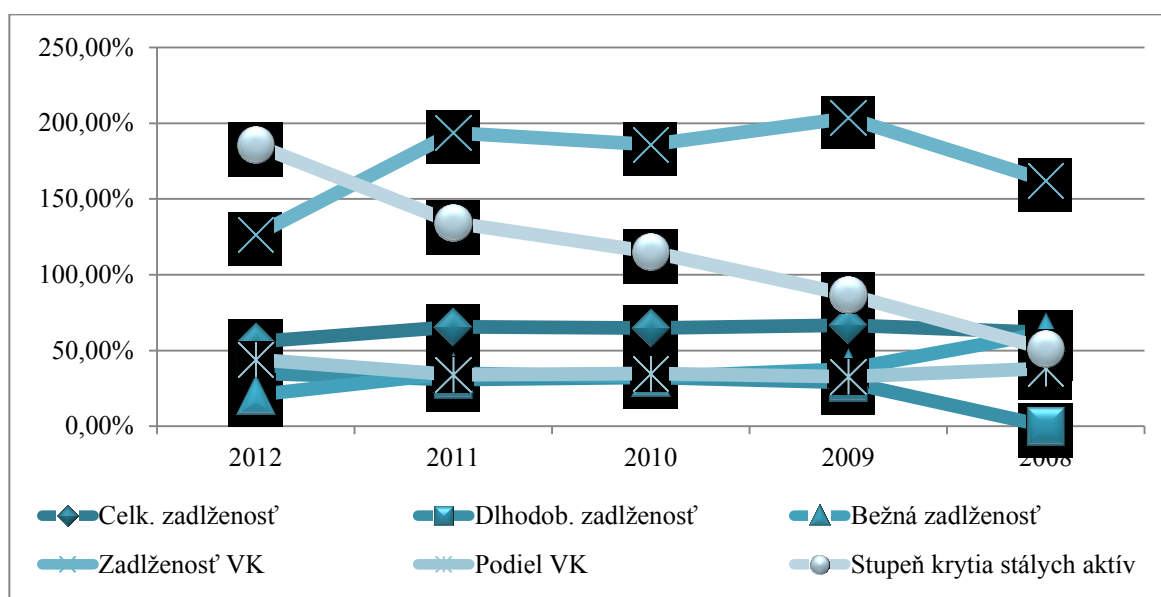
Okrem ukazovateľov zadlženosti je ďalej potrebné posúdiť ukazovateľ úrokového krytia, ktorého hodnota vypovedá o tom, koľkokrát sú úroky kryté výsledkom hospodárenia pred zdanením a úrokmi, t.j. koľkokrát je zaistené splatenie úrokov. Spoločnosť HMMC bola schopná *EBIT*-om pokryť nákladové úroky až od roku 2010, keď prvýkrát dosiahla zisk. V danom roku spoločnosť pokryla nákladové úroky *EBIT*-om 3,31-krát. Hodnota tohto ukazovateľa v nasledujúcich rokoch stúpala, čo sa dá označiť ako pozitívny vývoj. Prevrátená hodnota tohto ukazovateľa, úrokové zaťaženie, potom vypovedá o tom, akú časť *EBIT*-u pohltia nákladové úroky, pričom pokles smerom k hodnote 0 možno označiť za pozitívny vývoj.

Všeobecne možno konštatovať, že spoločnosť HMMC počas celého sledovaného obdobia používala na financovanie svojich aktivít v prevažnej miere cudzí kapitál. To však nebol problém, pretože zároveň bola schopná z vloženého kapitálu vyprodukovať väčší výnos, ako bola výška nákladov spojených s využívaním tohto kapitálu.

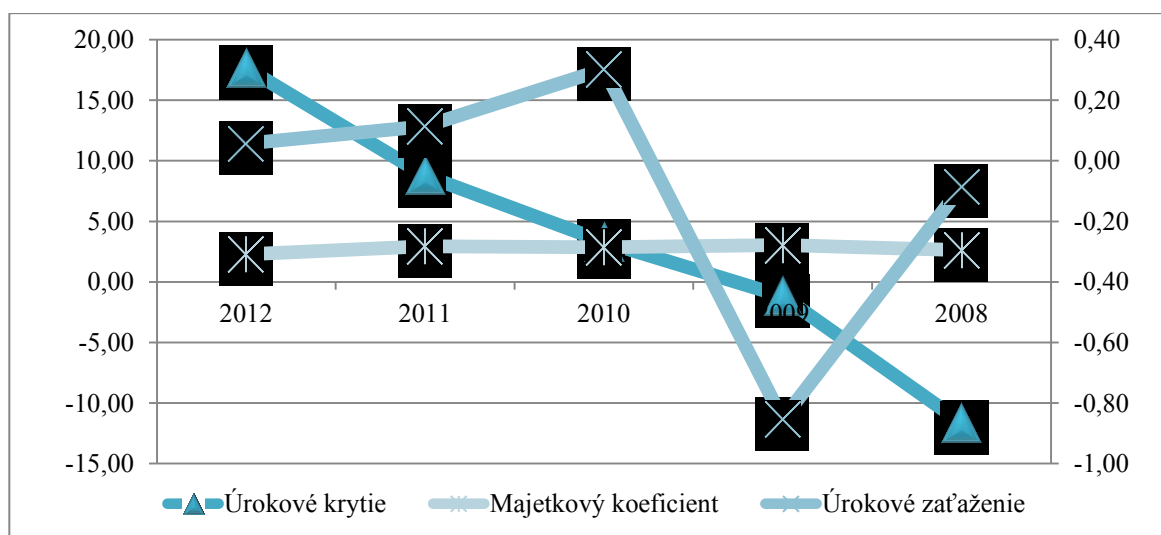
Tabuľka 4.3: Ukazovatele zadlženosti spoločnosti HMMC (v % a v absolútnych hodnotách)

Ukazovateľ	Vzorec	2012	2011	2010	2009	2008
Celková zadlženosť	(2.8)	55,64%	65,68%	64,73%	66,71%	61,89%
Dlhodobá zadlženosť	(2.9)	34,92%	30,76%	32,29%	28,94%	0,16%
Bežná zadlženosť	(2.10)	20,72%	34,93%	32,44%	37,76%	61,73%
Zadlženosť VK	(2.11)	126,20%	193,77%	185,79%	203,48%	162,29%
Podiel VK	(2.12)	44,09%	33,90%	34,84%	32,78%	38,13%
Stupeň krytia stálych aktív	(2.13)	185,67%	134,34%	115,07%	86,75%	51,12%
Úrokové krytie	(2.14)	17,65	8,79	3,31	-1,17	-11,62
Úrokové zaťaženie	(2.15)	0,06	0,11	0,30	-0,85	-0,09
Majetkový koeficient	(2.16)	2,27	2,95	2,87	3,05	2,62

Graf 4.11: Vývoj hodnôt ukazovateľov zadĺženosti č. 1 spoločnosti HMMC (v %)



Graf 4.12 Vývoj hodnôt ukazovateľov zadĺženosti č. 2 spoločnosti HMMC (v absolútnych hodnotách)



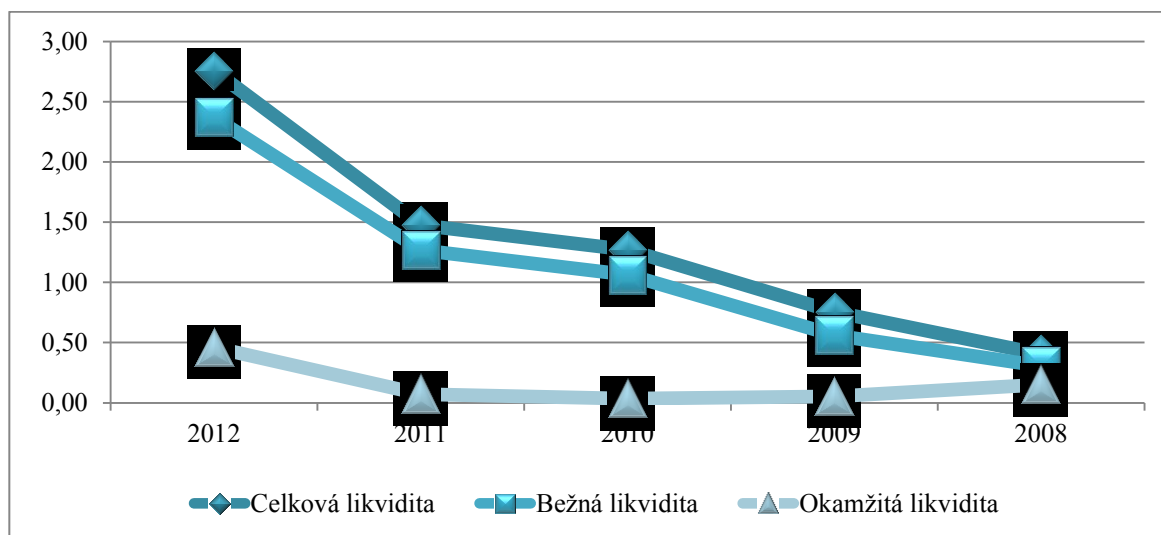
4.2.3 Ukazovatele likvidity

Najväčším rizikom týkajúcim sa likvidity je riziko nedostatočného množstva finančných prostriedkov potrebných na úhradu svojich záväzkov. Spoločnosť HMMC začala sériovo produkovať až na sklonku roku 2008. Prvé peňažné prostriedky za svoje produkty dostala teda až z časovým odstupom. Tento fakt ovplyvnil hodnotu všetkých likvidít v rokoch 2008 a 2009.

Tabuľka 4.4: Ukazovatele likvidity spoločnosti HMMC (v absolútnych hodnotách a v tis. Kč.)

Ukazovateľ	Vzorec	2012	2011	2010	2009	2008
Okamžitá likvidita	(2.17)	0,46	0,07	0,03	0,05	0,15
Bežná likvidita	(2.18)	2,37	1,27	1,06	0,56	0,31
Celková likvidita	(2.19)	2,76	1,48	1,27	0,75	0,41
ČPK	(2.25)	17 637 464	7 042 165	2 875 988	-2 655 195	-8 941 575

Graf 4.13: Vývoj hodnôt ukazovateľov likvidity spoločnosti HMMC (v absolútnych hodnotách)



Hodnota celkovej likvidity by sa mala pohybovať v intervale 1,5 – 2,5, čo spoločnosť nespĺňa ani v jednom roku. Od roku 2008 do 2011 sa hodnota celkovej likvidity nachádza pod týmto intervalom, v roku 2012 nad týmto intervalom. Pri hodnotení likvidity je však potrebné zohľadniť, či a v akom rozsahu je podnik schopný včas uhrádzať svoje záväzky. Nezohľadňujúc rok 2008, keď spoločnosť začala svoju výrobu, a teda ešte nestihla inkasovať peňažné prostriedky za svoju produkciu, tak v roku 2009 bola hodnota záväzkov z obchodných vzťahov po lehote splatnosti 50,110 mil. Kč, v roku 2010 19,047 mil. Kč, v roku 2011 2,497 mil. Kč a v roku 2012 1,037 mil. Kč. Tieto hodnoty sa môžu zdať vysoké, najmä v roku 2009, avšak v relatívnom vyjadrení ich podiel na hodnote záväzkov z obchodných vzťahov nie je väčší ako 1 %. Na základe toho možno konštatovať, že napriek tomu, že celková likvidita spoločnosti sa nepohybuje v odporúčanom pásme, spoločnosť HMMC nemá problém s platením svojich záväzkov.

Hodnota bežnej likvidity by sa mala pohybovať v intervale 1 – 1,5, čo spoločnosť spĺňa v rokoch 2010 a 2011. V roku 2012 je hodnota bežnej likvidity výrazne vyššia.

A nakoniec, hodnota okamžitej likvidity by sa mala pohybovať v intervale 0,2 až 0,8, čo spoločnosť splnila až v roku 2012, avšak ako bolo uvedené vyššie, HMMC nemá problém s úhradou svojich záväzkov.

Hodnoty jednotlivých hore popísaných likvidít sa nachádzajú v *Tabuľke č 4.4* a sú zobrazené v *Grafe 4.13*.

4.2.4 Ukazovatele aktivity

Obrat celkových aktív vypovedá, koľko tržieb bolo vygenerovaných každou vloženou Kč do majetku spoločnosti HMMC. Inak povedané, ako účinne pracujú aktíva spoločnosti. Čím vyššia je hodnota tohto ukazovateľa, tým účinnejšie spoločnosť využíva svoje aktíva. Ak sa pozrieme na hodnoty tohto ukazovateľa uvedené v *Tabuľke 4.5*, môžeme konštatovať, že hodnoty ukazovateľa sa od roku 2008 počas celého sledovaného obdobia vyvíjajú pozitívne. V roku 2012 spoločnosť HMMC z každej jednej Kč v aktívach dokázala vyprodukovať 2,1 Kč tržieb.

Doba obratu aktív udáva počet dní, za ktorú spoločnosť vygeneruje takú hodnotu tržieb, ktorá je schopná pokryť priemernú hodnotu aktív v daný rok. Inak povedané, spoločnosť HMMC v roku 2012 za 171 dní vygenerovala také množstvo tržieb, ktoré by pokryli priemerný stav aktív v daný rok. Hodnota ukazovateľa sa počas celého sledovaného obdobia vyvíja pozitívne, a teda klesá.

Doba obratu zásob hovorí o tom, koľko firme trvá, kým predá svoje priemerné zásoby. Počas celého sledovaného obdobia hodnota daného ukazovateľa klesá, čo možno označiť za pozitívny vývoj.

Doba obratu pohľadávok vypovedá o tom, za akú dlhú dobu spoločnosť speňaží svoje pohľadávky, t.j. čím menšia je doba obratu pohľadávok, tým skôr spoločnosť obdrží peňažné prostriedky za predané osobné automobily. Doba obratu pohľadávok je úzko prepojená s dobou obratu záväzkov v rámci pravidla solventnosti. Pravidlo solventnosti hovorí o tom, že doba obratu pohľadávok by mala byť kratšia ako doba obratu záväzkov, pretože než podniku nastane povinnosť platiť svoje záväzky, dostal už od svojich odberateľov zaplatené. Od roku 2010 spoločnosť HMMC pravidlo solventnosti nedodržuje. Ako však bolo uvedené vyššie v rámci rozboru ukazovateľov likvidity, spoločnosť HMMC nemá problém s platením svojich záväzkov a množstvo záväzkov po splatnosti je v relatívnom vyjadrení bezvýznamné.

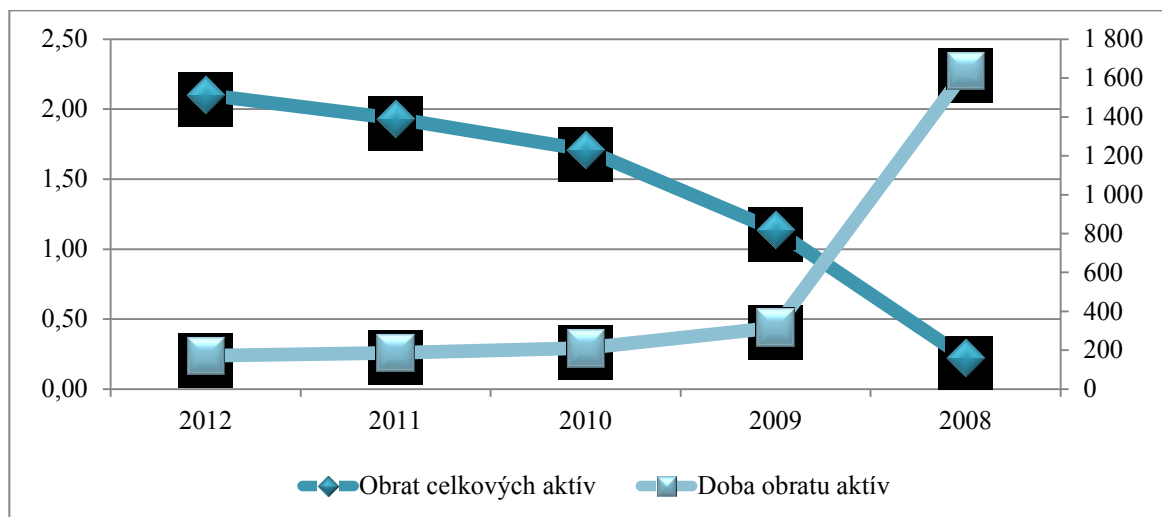
Hodnoty hore spomínaných ukazovateľov sú uvedené v *Tabuľke 4.5* a pre lepšiu prehľadnosť sú zobrazené v dvoch grafoch. V *Grafe 4.14* je zobrazený vývoj obratu celkových aktív

a doba obratu aktív. Obrat celkových aktív sa vzťahuje na primárnu os „y“ vľavo a doba obratu aktív sa vzťahuje na sekundárnu os „y“ vpravo. V Grafe 4.15 je zobrazený vývoj ostatných ukazovateľov aktivity z Tabuľky 4.5.

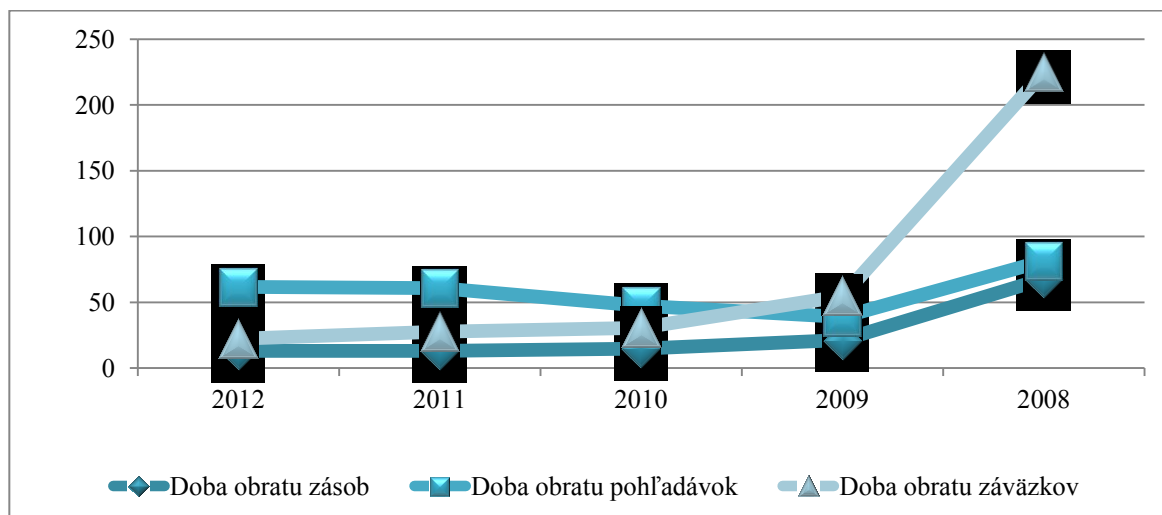
Tabuľka 4.5: Ukazovatele aktivity spoločnosti HMMC (v absolútnych hodnotách)

Ukazovateľ	Vzorec	2012	2011	2010	2009	2008
Doba obratu aktív	(2.20)	171	186	211	317	1 637
Obrat celkových aktív	(2.21)	2,10	1,93	1,71	1,14	0,22
Doba obratu zásob	(2.22)	13	13	15	21	68
Doba obratu pohľadávok	(2.23)	62	61	48	39	81
Doba obratu záväzkov	(2.24)	22	28	31	55	225

Graf 4.14: Vývoj obratu celkových aktív a doby obratu aktív spoločnosti HMMC (v absolútnych hodnotách a v dňoch)



Graf 4.15: Vývoj ukazovateľov aktivity spoločnosti HMMC (v dňoch)



4.3 Finančná analýza sústav ukazovateľov spoločnosti HMMC

Sústavy ukazovateľov nám pomáhajú identifikovať príčiny nestability podnikov, ktoré v konečnom dôsledku môžu priviesť podnik k bankrotu. Pre potreby tejto práce bol spomedzi bankrotových modelov vybraný Beaverov model, spomedzi ratingových modelov Kralickov Quick-Test a spomedzi bonitno-bankrotových modelov Index IN05, ktorý bol zostavený českými odborníkmi Inkou a Ivanem Neumaierovcami a reflektuje zvláštnosti českých účtovných výkazov a ekonomickú situáciu v ČR.

4.3.1 Beaverov model

Vypočítané hodnoty Beaverovho testu pre spoločnosť HMMC sa nachádzajú v *Tabuľke 4.6*.

Tabuľka 4.6: Beaverov model

Ukazovateľ	Vzorec	Trend	2012	2011	2010	2009	2008
U1	(2.27)	Pokles	44,09%	33,90%	34,84%	32,78%	38,13%
U2	(2.28)	Pokles	27,45%	23,66%	18,01%	4,03%	-3,10%
U3	(2.29)	Rast	24,56%	21,78%	29,27%	68,82%	64,18%
U4	(2.30)	Pokles	13,16%	2,49%	-1,01%	-8,93%	7,06%
U5	(2.31)	Pokles	36,39%	16,62%	8,75%	-9,26%	-36,72%

Model spadá do skupiny bankrotových modelov, a teda do skupiny modelov, pri ktorých sa hodnotí možnosť úpadku. V *Tabuľke 4.6* sú uvedené hodnoty jednotlivých ukazovateľov Beaverovho modelu. Medziročný trend, ktorý je zvýraznený šedou farbou, je typický pre bankrotujúce spoločnosti. Na základe vypočítaných hodnôt sa dá konštatovať, že mimo medziročného trendu ukazovateľa U3 medzi rokmi 2011/2012 a 2008/2009 a U4 medzi rokmi 2008/2009, ktoré sú charakteristické pre krachujúce spoločnosti, ani jeden z ostatných medziročných trendov nevykazuje trend typický pre bankrotujúce spoločnosti, a teda spoločnosť nejaví žiadne známky bankrotu.

4.3.2 Kralickov Quick-test

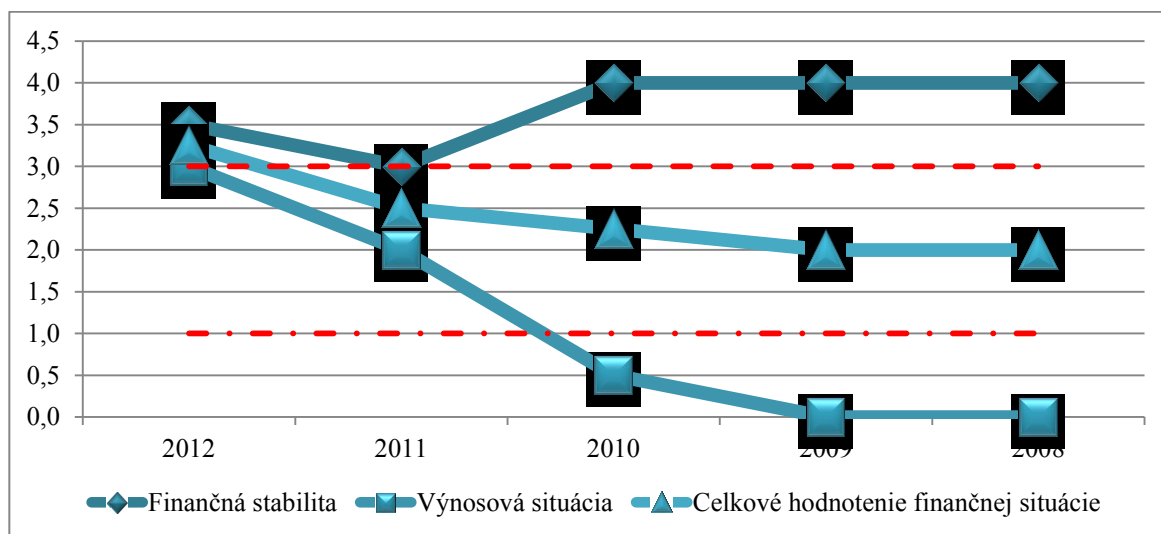
Vypočítané hodnoty Kralickovho Quick-Testu pre spoločnosť HMMC sa nachádzajú v *Tabuľke 4.7*. Hraničné hodnoty sú 1 bod a 3 body.

Tabuľka 4.7: Kralick-ov Quick-Test

Ukazovateľ	2012		2011		2010		2009		2008	
	Hodnota	Body	Hodnota	Body	Hodnota	Body	Hodnota	Body	Hodnota	Body
R1	0,44	4	0,34	4	0,35	4	0,33	4	0,38	4
R2	3,78	3	6,93	2	-20,35	4	-8,07	4	-4,12	4
R3	0,15	4	0,09	2	0,06	1	-0,03	0	-0,10	0
R4	0,06	2	0,05	2	-0,02	0	-0,07	0	-0,79	0
FS	-	3,5	-	3,0	-	4,0	-	4,0	-	4,0
VS	-	3,0	-	2,0	-	0,5	-	0,0	-	0,0
CFSP	-	3,3	-	2,5	-	2,3	-	2,0	-	2,0

Ukazovateľ *R1* bol vypočítaný podľa vzorca (2.32), ukazovateľ *R2* bol vypočítaný podľa vzorca (2.33), ukazovateľ *R3* bol vypočítaný podľa vzorca (2.34), ukazovateľ *R4* bol vypočítaný podľa vzorca (2.35), ukazovateľ *FS* bol vypočítaný podľa vzorca (2.36), ukazovateľ *VS* bol vypočítaný podľa vzorca (2.37), ukazovateľ *CFSP* bol vypočítaný podľa vzorca (2.38).

Graf 4.16: Kralickov Quick-Test



Bonitnými modelmi sa hodnotí možnosť zhoršenia finančnej úrovne podniku. Ak sa výsledná vypočítaná hodnota celkovej finančnej stability podniku, v *Tabuľke 4.7* označená ako „CFSP“, dostane pod 1 bod, situácia podniku je veľmi zlá a podnik má značné problémy s finančnou aj výnosovou stabilitou. Hodnoty CFSP počas celého sledovaného obdobia nikdy neboli menšie ako 2 body. Od roku 2008 do 2011 sa nachádzali medzi bodmi 1 až 3, a teda v tzv. šedej zóne. V tejto zóne podnik nemožno označiť za jednoznačne úspešný, zároveň ho však nemožno označiť ani za problémový. Na základe hodnotenia čiastkových ukazovateľov možno konštatovať, že podnik je výborne hodnotený v rámci finančnej stability, v *Tabuľke*

4.7 označenej ako FS. Celkovú hodnotu CFSP však nadol sťahuje výnosová stabilita, v *Tabuľke 4.7* označená ako VS, a to najmä v období od 2008 do 2010. Od roku 2011 sa hodnota VS podstatne zlepšila, a tak je tomu aj v roku 2012.

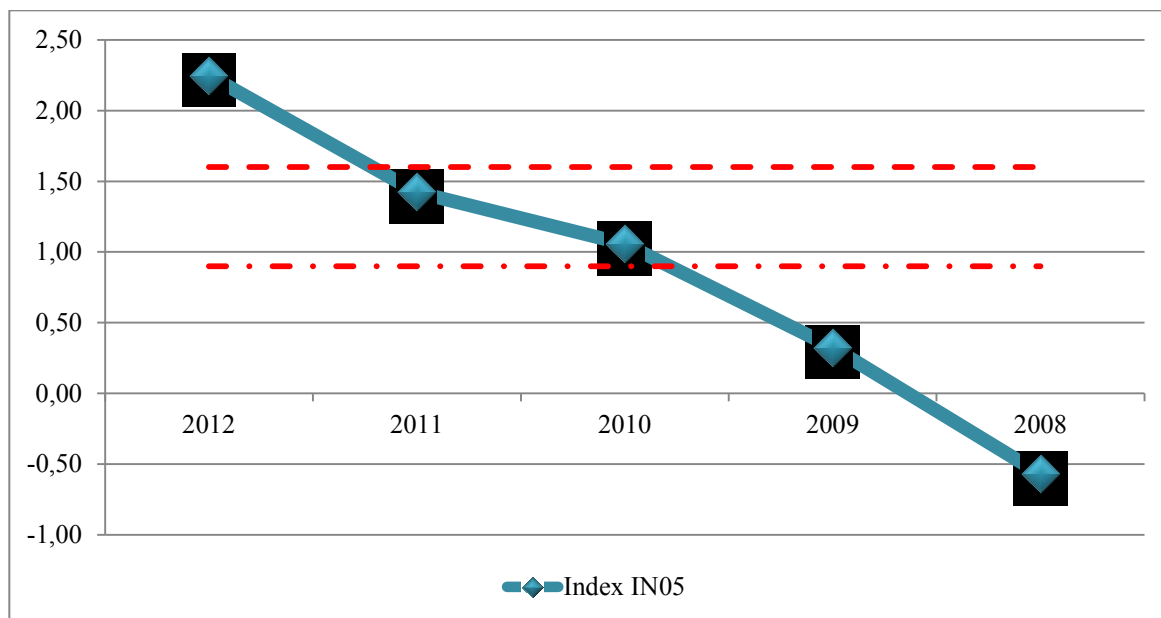
4.3.3 Index IN05

Vypočítané hodnoty Indexu IN05 pre spoločnosť HMMC sa nachádzajú v *Tabuľke 4.8*. Hraničné hodnoty Indexu IN05 sú 0,9 – spodná hranica a 1,6 – horná hranica.

Tabuľka 4.8: Index IN05 (v absolútnych hodnotách)

Ukazovateľ	Váha ukazovateľa	2012	2011	2010	2009	2008
A/CK	0,13	1,80	1,52	1,54	1,50	1,62
EBIT/NU	0,04	17,65	8,79	3,31	-1,17	-11,62
EBIT/A	3,97	0,16	0,10	0,07	-0,03	-0,10
T/A	0,21	1,97	1,72	1,60	1,05	0,16
OA/(KrZáv + KrBU)	0,09	2,76	1,48	1,27	0,75	0,41
Index IN05		2,25	1,42	1,06	0,33	-0,57

Graf 4.17: Index IN05 (v absolútnych hodnotách)



Podľa tvorcov indexu IN05 Inky a Ivana Neumaierovcov (2005), ak sa hodnota Indexu nachádza pod dolnou hranicou, tak s 97% pravdepodobnosťou spoločnosť speje k bankrotu a so 76% pravdepodobnosťou nebude vytvárať hodnotu. Dá sa konštatovať, že je logické, že spoločnosť na počiatku svojej výroby, roky 2008 a 2009, nevytvárala hodnotu pre svojho

vlastníka, avšak bankrot jej v tomto období nehrozil, pretože zámerom materskej spoločnosti bolo postaviť a uviesť do prevádzky prvý výrobný závod v Európe. Proces výstavby, uvedenia do prevádzky až po vyprodukovanie hodnoty pre svojho akcionára bol procesom dlhodobým. Tento fakt treba brať do úvahy pri hodnotení najmä v rokoch 2008 a 2009.

Podľa tvorcov Indexu IN05 Inky a Ivana Neumaierovcov (2005), pokiaľ sa hodnota daného indexu pohybuje v intervale 0,9 – 1,6, tak s 50% pravdepodobnosťou podnik skracuje, avšak so 70% pravdepodobnosťou bude tvoriť hodnotu pre jeho akcionára. Hodnoty Indexu IN05 sa v týchto intervaloch pohybujú v roku 2010 a 2011. Nakoniec, pokiaľ je hodnota Indexu IN05 vyššia ako 1,6, tak s 92% pravdepodobnosťou spoločnosť neskrachuje a s 95% pravdepodobnosťou bude pre vlastníkov tvoriť hodnotu, uvádzajú Inka a Ivan Neumaierovci (2005).

Všeobecne sa dá konštatovať, že hodnota Indexu IN05 sa počas celého sledovaného obdobia vyvíjala pozitívne. Podnik neskrachoval. Okrem toho je potrebné zistiť, či podnik vytvára pre svojho jediného akcionára hodnotu. Pre toto zistenie sme si zvolili výpočet ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty EVA, ktorý sa nachádza v *Podkapitole 4.5*.

4.4 Stanovenie nákladov kapitálu

Náklady kapitálu spoločnosti HMMC budú stanovené s využitím stavebnicového modelu, ktorý využíva Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR a ktorý vychádza z predpokladu modelu MM II. Stavebnicový model je založený na kombinácii rizikových prémie s bezrizikovým aktívom. Hodnoty bezrizikovej prirážky za jednotlivé roky boli stanovené ako výnos desaťročných štátnych dlhopisov a sú uvedené v *Tabuľke 4.9*.

Tabuľka 4.9: Bezriziková sadzba (v %)

	2012	2011	2010	2009	2008
R_F	2,31%	3,51%	3,71%	4,67%	4,55%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe analytických materiálov a štatistík Ministerstva priemyslu a obchodu (2014)

Hodnoty jednotlivých rizikových prirážok boli vypočítané podľa metodiky uvedenej v *Podpodkapitole 2.6.4.4*.

Výpočet hodnôt rizikovej prirážky za veľkosť podniku sa nachádza v *Tabuľke 4.10*.

Výpočet hodnôt rizikovej prirážky charakterizujúcej produkčnú silu podniku sa nachádza v *Tabuľke 4.11*.

Výpočet hodnôt rizikovej prirážky finančnej stability na báze likvidity sa nachádza v *Tabuľke 4.12*.

Tabuľka 4.10: Riziková prirážka za veľkosť podniku (v tis. Kč a v %)

	2012	2011	2010	2009	2008
UZ	37 521 867	30 392 056	27 048 471	22 574 617	18 960 076
Hranica horná	3 000 000	3 000 000	3 000 000	3 000 000	3 000 000
Hranica dolná	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
R_{LA}	0%	0%	0%	0%	0%

Hodnota úplatných zdrojov počítaná podľa vzorca (2.54) je počas celého sledovaného obdobia vyššia ako horná hranica. Z toho vyplýva, že výška rizikovej prirážky za veľkosť podniku bola 0%.

Tabuľka 4.11: Riziková prirážka charakterizujúca produkčnú silu (v tis. Kč a v %)

	2012	2011	2010	2009	2008
UZ	37 521 867	30 392 056	27 048 471	22 574 617	18 960 076
A	48 470 016	42 366 711	32 856 408	28 687 328	24 353 623
i	2,76%	2,88%	4,37%	5,21%	2,11%
X1	2,14%	2,07%	3,60%	4,10%	1,64%
EBIT/A	15,46%	8,97%	6,36%	-3,13%	-9,96%
R_{podnik}	2,50%	2,32%	2,49%	10%	10%

Pri stanovovaní hodnôt rizikovej prirážky za produkčnú silu sa vychádza z ukazovateľa $X1$, ktorého hodnota bola stanovená na základe vzorca (2.60). Následne sa hodnota $EBIT/A$ porovnáva s hodnotu ukazovateľa $X1$. V rokoch 2008 a 2009 je R_{podnik} 10 %, pretože hodnota $EBIT/A$ je menšia ako 0. V nasledujúcich rokoch sledovaného obdobia bola hodnota $EBIT/A$ vždy väčšia ako hodnota $X1$, a preto $R_{podnik} = \min. R_{podniktel'skéodvetvie}$. Hodnoty $\min. R_{podniktel'skéodvetvie}$ boli čerpané z analytických materiálov a štatistík uverejnených na webových stránkach Ministerstva priemyslu a obchodu ČR (2014).

Tabuľka 4.12: Riziková prirážka finančnej stability na báze likvidity (v absolútnych hodnotách a v %)

	2012	2011	2010	2009	2008
L3	2,76	1,48	1,23	0,75	0,41
XL1	1	1	1	1	1
XL2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
R_{finstab}	0%	4,66%	7,21%	10%	10%

Pre stanovenie hodnôt rizikovej prirážky finančnej stability na báze likvidity je potrebné stanoviť hodnoty ukazovateľa $L3$, čo sú vlastne hodnoty celkovej likvidity. Hodnoty ukazovateľa boli stanovené podľa vzorca (2.62). Tieto hodnoty boli porovnané s hranicami $XL1$ a $XL2$. V roku 2008 sú hodnoty $R_{finstab}$ rovné 10 %, pretože hodnota ukazovateľa $L3$ je menšia ako spodná hranica $XL1$. Hodnoty $R_{finstab}$ boli stanovené na základe vzorca (2.63), pretože hodnota ukazovateľa $L3$ sa nachádzala v intervale hodnôt $XL1$ a $XL2$. V roku 2012 je hodnota $L3$ väčšia ako hodnota $XL2$, a preto je $R_{finstab}$ 0 %.

Tabuľka 4.13: Stanovenie hodnoty nákladov vlastného kapitálu stavebnicovou metódou (v %)

	2012	2011	2010	2009	2008
R_F	2,31%	3,51%	3,71%	4,67%	4,55%
R_{LA}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
R_{podnik}	2,50%	2,32%	2,49%	10,00%	10,00%
$R_{finstab}$	0,00%	4,66%	7,21%	10,00%	10,00%
$WACC_U$	4,81%	10,49%	13,41%	24,67%	24,55%
$WACC_L$	4,50%	9,73%	12,20%	22,40%	22,50%
R_E	6,47%	19,59%	23,98%	51,92%	47,93%

$WACC_U$, t.j. náklady celkového kapitálu nezadĺženej spoločnosti, boli stanovené ako súčet hodnôt bezrizikovej prirážky a hodnôt rizikových prirážok podľa vzorca (2.51). Pre výpočet $WACC_L$, čiže nákladov celkového kapitálu zadĺženej spoločnosti, treba poznať D , čo je hodnota úročeného cudzieho kapitálu. Hodnoty D boli stanovené podľa vzorca (2.52). Hodnoty $WACC_L$ boli následne stanovené podľa vzorca (2.53). Hodnoty nákladov na vlastný kapitál, a teda R_E , boli stanovené podľa vzorca (2.56).

Hodnoty nákladov na vlastný kapitál R_E boli počas rokov 2008 a 2009 veľmi vysoké, a to 47,93 % v roku 2008 a 51,92 % v roku 2009. Od roku 2009 tieto hodnoty klesajú. Vysoké hodnoty v rokoch 2008 a 2009 sú dôsledkom vysokých hodnôt rizikových prirážok za produkčnú silu podniku a za hodnoty rizikovej prirážky za stabilitu na báze likvidity. Zmenšujúce sa hodnoty týchto dvoch prirážok v rokoch 2010, 2011 a 2012 sú jednou z príčin znižujúcich sa hodnôt nákladov na vlastný kapitál.

4.5 Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty

Výpočet ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty vychádza z hodnôt 3 čiastkových ukazovateľov, a to z:

1. hodnoty ROE , t.j. z rentability vlastného kapitálu,
2. hodnoty R_E , t.j. z nákladov na vlastný kapitál,

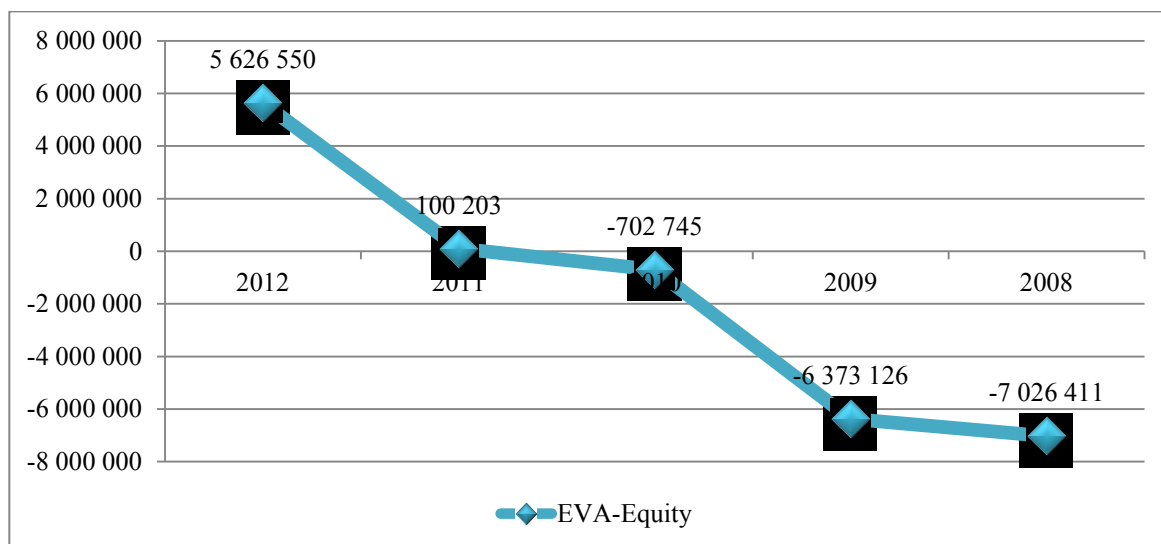
3. hodnoty VK , t.j. z vlastného kapitálu.

Hodnota ukazovateľa EVA na báze zúženého hodnotového rozpätia, alebo aj $EVA-Equity$, bola potom vypočítaná na základe vzorca (2.43). Vypočítané hodnoty EVA sa nachádzajú v *Tabuľke 4.14* a sú zobrazené v *Grafe 4.18*.

Tabuľka 4.14: Stanovenie hodnoty ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty na báze zúženého hodnotového rozpätia (v % a v tis. Kč)

	2012	2011	2010	2009	2008
ROE	32,80%	20,29%	17,84%	-15,84%	-27,74%
R_E	6,47%	19,59%	23,98%	51,92%	47,93%
Spread	26,33%	0,70%	-6,14%	-67,77%	-75,66%
VK	21 370 915	14 360 896	11 447 266	9 404 634	9 286 685
EVA	5 626 550	100 203	-702 745	-6 373 126	-7 026 411

Graf 4.18: Ekonomická pridaná hodnota na báze zúženého hodnotového rozpätia (v tis. Kč.)



Hodnoty EVA výrazne ovplyvňuje hodnota spreadu, čo je vlastne rozdiel ROE a R_E . Požiadavkou vlastníka je čo najväčší kladný rozdiel spreadu, pretože čím väčší je tento rozdiel, tým väčší výnos prinesie investícia investorovi. Vypočítaná hodnota ukazovateľa EVA je záporná, a teda spoločnosť v danom období znížila hodnotu pre svojho vlastníka. Od roku 2011 boli vypočítané hodnoty EVA kladné, a teda spoločnosť v danom období vytvorila hodnotu pre svojich vlastníkov.

4.6 Pyramídové rozklady ukazovateľov

Nasledujúca časť je venovaná pyramídovému rozkladu ukazovateľa rentability vlastného kapitálu ROE a ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty EVA, a to s využitím funkcionálnej metódy rozkladu opísanej v *Podpodkapitole 2.7.1.1.*

4.6.1 Pyramídový rozklad ukazovateľa ROE

Rozklad ukazovateľa ROE bude vykonaný v dvoch krokoch:

1. V prvom kroku bude vykonaný rozklad ukazovateľa rentability vlastného kapitálu pre prvú úroveň. Zároveň bude vyčíslený vplyv jednotlivých čiastkových ukazovateľov, ktorými v tomto prípade sú EAT/T , T/A a A/VK . Rozklad bude prevedený na základe vzorca (2.89).
2. V druhom kroku bude vykonaný rozklad ukazovateľa rentability vlastného kapitálu pre prvú a druhú úroveň. Zároveň bude vyčíslený vplyv jednotlivých čiastkových ukazovateľov, ktorými v tomto prípade sú EAT/EBT , $EBT/EBIT$, $EBIT/T$, T/A , CZ/VK a A/CZ . Rozklad bude vykonaný na základe vzorca (2.90).

Všeobecný postup rozkladu ukazovateľa rentability vlastného kapitálu je zobrazený na *Obrázku 2.3.*

Tabuľka 4.15: Prvá úroveň rozkladu ukazovateľa ROE (v %)

	2011/2012		2010/2011		2009/2010		2008/2009	
	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie
ROE	12,51%	-	2,44%	-	33,69%	-	11,89%	-
EAT/T	15,99%	1.	0,57%	2.	34,57%	1.	106,27%	1.
T/A	3,71%	3.	1,35%	1.	-0,94%	2.	-87,15%	2.
A/VK	-7,18%	2.	0,52%	3.	0,05%	3.	-7,23%	3.

Všetky medziročné zmeny hodnôt ukazovateľa *ROE* sú kladné, a to z toho dôvodu, že spoločnosť každý rok dosiahla lepší výsledok hospodárenia oproti predchádzajúcemu, čo sa prejavilo na hodnotách ukazovateľa *ROE*.

Medzi rokmi 2008/2009 rástla hodnota ukazovateľa *ROE* o 11,89 %. Najväčší a zároveň kladný vplyv na túto zmenu mala zmena hodnoty čistého ziskového rozpätia EAT/T . Kladná zmena čistého ziskového rozpätia bola v tomto prípade spojená s markantným nárastom tržieb o viac ako 26 mld. Kč., lebo spoločnosť dosiahla v roku 2010 prevádzkovú stratu vo výške -

1,490 mld. Kč. Spoločnosť dosiahla stratu, čo znamená, že čím väčšia je hodnota tržieb, tým je výsledná hodnota ziskového rozpätia v roku 2009 menšia a medziročná zmena hodnoty ziskového rozpätia väčšia. Pri kladnej hodnote hospodárskeho výsledku by bol efekt rastu tržieb opačný. Záporný vplyv však mali zmeny hodnôt obratu celkových aktív a finančnej páky. Tieto negatívne vplyvy však neboli väčšie ako pozitívny vplyv zmeny hodnoty čistého ziskového rozpätia, a teda zmena hodnoty *ROE* je v tomto medziročnom období kladná.

Medzi rokmi 2009/2010 narástla hodnota ukazovateľa *ROE* o 33,69 %. Najväčší a zároveň kladný vplyv na túto zmenu mala opäť zmena hodnoty čistého ziskového rozpätia *EAT/T*. Pozitívna zmena čistého ziskového rozpätia bola však spojená s dosiahnutím kladného čistého hospodárskeho výsledku vo výške takmer 2,05 mld. Kč. Medziročne rástla aj hodnota tržieb, avšak efekt kladného hospodárskeho bol väčší ako rast hodnoty tržieb. Vplyvy hodnôt obratu celkových aktív a finančnej páky na hodnotu ukazovateľa *ROE* sú minimálne.

Medzi rokmi 2010/2011 vzrástla hodnota ukazovateľa *ROE* len nepatrne o 2,44 %. Všetky tri hodnoty zmien čiastkových ukazovateľov mali pozitívny vplyv na zmenu hodnoty *ROE*.

V poslednom sledovanom medziročnom období vzrástla hodnota ukazovateľa *ROE* o 12,51 %. Najväčší a zároveň kladný vplyv na túto zmenu mala opäť zmena hodnoty čistého ziskového rozpätia *EAT/T*. Jej pozitívny vplyv bol vyčíslený na 15,99 %. Tento kladný vplyv je hlavne dôsledkom viac ako 7 mld. Kč čistého zisku. Výrazne kladný výsledok hospodárenia má však negatívny vplyv pri medziročnej zmene ukazovateľa finančnej páky, ktorá kvôli tomu vplývala na zmenu hodnoty *ROE* negatívne.

V ďalšej časti bude rozložená druhá úroveň ukazovateľa *ROE*. Informácie o vplyvoch jednotlivých čiastkových ukazovateľov sa nachádzajú v *Tabuľke 4.16*.

Tabuľka 4.16: Druhá úroveň rozkladu ukazovateľa *ROE* (v %)

	2011/2012		2010/2011		2009/2010		2008/2009	
	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie
ROE	12,51%	-	2,44%	-	33,69%	-	11,89%	-
EAT/T	15,99%	1.	0,57%	2.	34,57%	1.	106,27%	1.
T/A	3,71%	3.	1,35%	1.	-0,94%	2.	-87,15%	2.
A/VK	-7,18%	2.	0,52%	3.	0,05%	3.	-7,23%	3.
EAT/EBT	4,10%	4.	-9,20%	1.	0,42%	4.	0,00%	6.
EBT/EBIT	1,67%	6.	4,67%	3.	-5,00%	2.	-42,39%	3.
EBIT/T	10,22%	2.	5,11%	2.	39,15%	1.	148,66%	1.
T/A	3,71%	5.	1,35%	4.	-0,94%	3.	-87,15%	2.
CZ/VK	-11,81%	1.	0,80%	5.	0,08%	5.	-10,83%	4.
A/CZ	4,63%	3.	-0,28%	6.	-0,03%	6.	3,61%	5.

Medzi rokmi 2008/2009 mali na zmenu hodnoty ukazovateľa ROE najväčší vplyv prevádzková rentabilita $EBIT/T$ a obrat celkových aktív T/A . Prevádzková rentabilita mala najväčší kladný vplyv, a to najmä z dôvodu významného rastu tržieb. Opakuje sa tak podobný prípad ako pri ziskovom rozpätí – keďže spoločnosť dosiahla stratu, platí, že čím väčšia je hodnota tržieb, tým je výsledná hodnota $EBIT/T$ v roku 2009 menšia a medziročná zmena hodnoty $EBIT/T$ väčšia. Pri kladnej hodnote hospodárskeho výsledku by bol efekt rastu tržieb opačný. Na zmenu hodnoty ROE kladne vplývala aj hodnota A/CZ . Ostatné hodnoty zmien čiastkových ukazovateľov majú po aplikácii funkcionálnej metódy negatívny (v jednom prípade neutrálny) vplyv, na medziročnú zmenu hodnoty ROE.

Medzi rokmi 2009/2010 mala na zmenu hodnoty ukazovateľa ROE najväčší vplyv opäť prevádzková rentabilita $EBIT/T$. Kladná zmena $EBIT/T$ bola však spojená s dosiahnutím kladného $EBIT$ vo výške viac ako 2,26 mld. Kč. Medziročne rástla aj hodnota tržieb, avšak efekt kladného hospodárskeho bol väčší ako rast hodnoty tržieb. Najväčší negatívny vplyv na zmenu hodnoty ROE mala zmena hodnoty úroková redukcia zisku. Zmeny hodnôt ostatných čiastkových ukazovateľov mali len minimálny vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa ROE.

Medzi rokmi 2010/2011 mali na hodnotu zmeny ukazovateľa ROE najväčší vplyv daňová redukcia zisku EAT/EBT , úroková redukcia zisku $EBT/EBIT$ a prevádzková rentabilita $EBIT/T$. Negatívny vplyv daňovej redukcie zisku bol spôsobený takmer 1,150 mld. Kč rastom hodnoty dane z príjmu za bežnú činnosť. Kladný vplyv úrokovej redukcie zisku bol spôsobený najmä 200 mil. Kč poklesom nákladových úrokov a nakoniec, kladný vplyv prevádzkovej rentability tržieb bol spôsobený rastom hodnoty $EBIT$, ktorá mala v konečnom dôsledku väčší vplyv na hodnotu $EBIT/T$ ako 20 mld. Kč. rast tržieb.

V poslednom medziročnom období bola zmena hodnoty ukazovateľa ROE pozitívna. Rástla o 12,51 %. Najvýznamnejší vplyv mala negatívna zmena hodnoty ukazovateľa zadlženosti vlastného kapitálu. Prevádzková rentabilita $EBIT/T$ mala naopak najväčší pozitívny vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa ROE, čo bolo spôsobené najmä rastom $EBIT$. Zmeny hodnôt ostatných ukazovateľov sú menšie a v konečnom dôsledku spôsobili kladnú zmenu hodnoty ROE.

4.6.2 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA

Rozklad ukazovateľa EVA bude vykonaný podobne ako rozklad ukazovateľa ROE v dvoch krokoch:

1. V prvom kroku bude vykonaný rozklad ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty pre prvú úroveň. Zároveň bude vyčíslený vplyv jednotlivých čiastkových ukazovateľov, ktorými v tomto prípade sú VK , $spread = ROE - R_E$.
2. V druhom kroku budú vyčíslené vplyvy ostatných čiastkových ukazovateľov rozkladu EVA, ktorými v tomto prípade sú $EAT/EBIT$, $NÚ/T$, DzP/T , EAT/T , T/A , CZ/VK a A/CZ .

Tabuľka 4.17: Prvá úroveň rozkladu ukazovateľa EVA (v tis. Kč)

	2011/2012		2010/2011		2009/2010		2008/2009	
	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie
EVA-Equity	5 526 347	-	802 948	-	5 670 381	-	653 285	-
Spread	4 579 089	1.	882 217	1.	6 425 183	1.	737 870	1.
VK	947 258	2.	-79 269	2.	-754 801	2.	-84 585	2.

Počas všetkých sledovaných medziročných období má *spread*, a teda $ROE - R_E$, najväčší pozitívny vplyv na zmenu hodnoty ekonomickej pridanej hodnoty. Požiadavkou vlastníka je čo najväčší kladný rozdiel *spread*, pretože čím väčší je tento rozdiel, tým väčší výnos prinesie investícia investorovi. Pri pohľade do *Tabuľky 4.13* je zreteľné, že kladné rozširovanie *spread* je tak dôsledkom rastúcich hodnôt ROE , tak aj klesajúcich hodnôt R_E . Hodnota zmien VK aj napriek tomu, že je medziročne kladná, má až do roku 2011 negatívny vplyv na zmenu hodnôt EVA. V medziročnom období 2011/2012 však bol vplyv zmeny hodnoty VK na zmenu hodnoty EVA kladný aj z dôvodu výrazne vyššieho čistého hospodárskeho výsledku.

Tabuľka 4.18: Vyčíslenie vplyvov čiastkových ukazovateľov rozkladu EVA (v tis. Kč)

	2011/2012		2010/2011		2009/2010		2008/2009	
	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie
EVA-Equity	5 526 347	-	802 948	-	5 670 381	-	653 285	-
R_E	99 406 828	1.	1 989 915	1.	-31 228 227	2.	185 607	2.
VK	947 258	3.	-79 269	3.	-754 801	3.	-84 585	3.
EAT/EBIT	-43 808 834	3.	2 021 413	2.	-6 250 128	2.	-624 988	3.
NÚ/T	4 916 909	7.	1 174 458	3.	-5 952 406	3.	-345 330	4.
DzP/T	14 950 472	6.	-3 233 350	1.	-5 358 211	4.	0	7.
EAT/T	-97 313 149	1.	-211 000	6.	53 573 023	1.	7 168 555	1.
T/A	-27 734 240	5.	-619 162	4.	2 052 523	5.	-5 471 647	2.
CZ/VK	89 065 757	2.	-367 759	5.	-614 816	6.	-261 330	5.
A/CZ	-34 904 653	4.	127 701	7.	203 424	7.	87 003	6.
ROE	-94 827 739	2.	-1 107 699	2.	37 653 410	1.	552 263	1.

V *Tabuľke 4.18* sú následne vyčíslené vplyvy ostaných čiastkových ukazovateľov rozkladu *EVA*.

Hodnoty čiastkových ukazovateľov v *Tabuľke 4.18* nachádzajúce sa v bielych poliach v konečnom dôsledku rozkladajú ukazovateľ *ROE*, ktorý spolu s R_E tvorí hodnotu *spread*. Ako už bolo uvedené vyššie, počas všetkých sledovaných medziročných období má *spread*, a teda rozdiel $ROE - R_E$, najväčší pozitívny vplyv na zmenu hodnoty ekonomickej pridanej hodnoty. V nasledujúcom texte bude rozobratý vplyv zmien hodnôt čiastkových ukazovateľov nachádzajúcich sa v bielych poliach, pretože vplyv *spread* a *VK* bol popísaný vyššie.

Medzi rokmi 2008/2009 mal najväčší vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* podiel EAT/T . Ten ovplyvnil zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* zmenou vo výške viac ako 7,168 mld. Kč. Naopak, najväčší negatívny vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* mal obrat celkových aktív vo výške viac ako -5,471 mld. Kč. Záporný vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* mal aj pomer $EAT/EBIT$ a tiež $NÚ/T$, jednotlivo -624,988 mil. Kč a 345,330 mil. Kč. Pozitívny vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* mal aj pomer A/CZ vo výške viac ako 87 mil. Kč.

V nasledujúcom medziročnom období sú hodnoty zmien čiastkových ukazovateľov výrazne vyššie. Najväčší vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* má podiel EAT/T . Ten ovplyvnil zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* zmenou vo výške viac ako 53,573 mld. Kč. Kladný vplyv mali tiež hodnoty čiastkových ukazovateľov obratu celkových aktív a A/CZ , a to takmer 2,053 mld. Kč. prvý ukazovateľ a viac ako 203 mil. Kč. druhý ukazovateľ. Vplyvy ostatných čiastkových ukazovateľov sú negatívne. Vplyv *ROE* na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* vo výške viac ako 36,653 mld. Kč. je vo veľkej miere neutralizovaný negatívnym vplyvom na R_E na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* vo výške viac ako -31,228 mld. Kč.

Medzi rokmi 2010/2011 má najväčší vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* hodnota DzP/T . Tento vplyv je záporný vo výške viac ako -3,233 mld. Kč. Negatívny vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* majú aj podiel EAT/T , obrat aktív a podiel CZ/VK , a to postupne -211 mil. Kč, -619,162 mil. Kč a -367,759 mil. Kč. Pozitívny vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* mali podiel $EAT/EBIT$, $NÚ/T$ a A/CZ , a to o viac ako 2,021 mld. Kč prvý, o vyše 1,174 mld. Kč druhý a o viac ako 127,7 mil. Kč tretí.

V poslednom medziročnom období má najväčší vplyv na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* hodnota EAT/T , čo by sa dalo interpretovať ako istý druh rentability tržieb s tým, že sa vychádza z hodnoty čistého výsledku hospodárenia. Vplyv je negatívny vo výške viac ako -97,313 mld. Kč. Výrazne negatívne vplyv na zmenu hodnoty *EVA* majú ešte podiel $EAT/EBIT$, obrat aktív a podiel A/CZ , a to vyše ako -43,808 mld. Kč prvý, o viac ako -27,734

mld. Kč druhý a o vyše -34,904 mld. Kč tretí. Pozitívny vplyv na zmenu hodnoty *EVA* potom má podiel $NÚ/T$ vo výške viac ako 4,916 mld. Kč, podiel DzP/T vo výške viac ako 14,950 mld. Kč a podiel CZ/VK vo výške viac ako 89,065 mld. Kč. Vplyv *ROE* na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* vo výške viac ako -94,827 mld. Kč. je ovplyvnený vplyvom R_E na zmenu hodnoty ukazovateľa *EVA* vo výške viac ako 99,406 mld. Kč, a teda výsledná hodnota *spread* vplývala na zmenu hodnoty *EVA* vo výške viac ako 4,579 mld. Kč.

4.7 Analýza citlivosti vplyvov

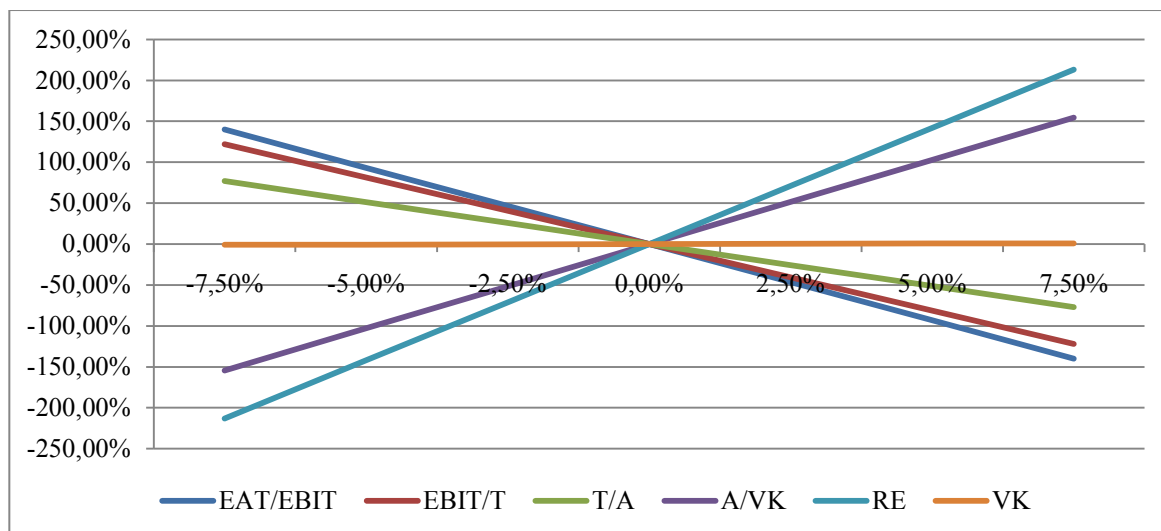
Rozklad ukazovateľa *EVA* bol vykonaný s využitím funkcionálnej metódy. V tejto kapitole bude vykonaná analýza citlivosti vplyvov vyššie spomínaného ukazovateľa, a to v období 2008 až 2012.

Relatívne odchýlky α boli stanovené v rozmedzí -7,5 % až 7,5 % s pravidelným odstupom 2,5 p. b. V nasledujúcej analýze citlivosti pyramídového rozkladu ukazovateľa *EVA* na báze zúženého hodnotového rozpätia sa bude vychádzať len z vybraných čiastkových ukazovateľov. Analýza citlivosti pyramídového rozkladu ukazovateľa *EVA* na báze zúženého hodnotového rozpätia bude vykonaná s využitím vzorca (2.91). V *Tabuľke 4.19* sa nachádzajú hodnoty priemernej relatívnej Δ hodnoty *EVA* pri Δ vybraných čiastkových ukazovateľov o parameter α v období 2008 – 2012. Tieto údaje sú zachytené v *Grafe 4.19*. V *Prílohách č.15 až č.20* sa nachádzajú tabuľky s medziročnými relatívnymi odchýlkami a zmenami za obdobie 2008 – 2012.

Tabuľka 4.19: Analýza citlivosti vplyvov – priemerná relatívna ΔEVA pri Δ faktorov o parameter α v období 2008 – 2012

Parameter α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
EAT/EBIT	139,87%	93,25%	46,62%	0,00%	-46,62%	-93,25%	-139,87%
EBIT/T	122,02%	81,35%	40,67%	0,00%	-40,67%	-81,35%	-122,02%
T/A	76,87%	51,25%	25,62%	0,00%	-25,62%	-51,25%	-76,87%
A/VK	-154,35%	-102,90%	-51,45%	0,00%	51,45%	102,90%	154,35%
R_E	-213,11%	-142,07%	-71,04%	0,00%	71,04%	142,07%	213,11%
VK	-0,90%	-0,60%	-0,30%	0,00%	0,30%	0,60%	0,90%

Graf 4.19: Analýza citlivosti vplyvov – priemerná relatívna ΔEVA pri Δ faktorov o parameter α v období 2008 – 2012



Na zvislej osi sú znázornené priemerné relatívne zmeny hodnoty EVA za obdobie 2008 až 2012. Platí, že s rastúcim sklonom priamky rastie citlivosť ukazovateľa EVA na daný čiastkový ukazovateľ. Na vodorovnej osi sú znázornené hodnoty parametra α v stanovenom rozmedzí -7,5% až 7,5 % každých 2,5 percentného bodu.

Z Tabuľky 4.18 a z Grafu 4.18 vyplýva, že najväčší kladný vplyv na ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty má ukazovateľ R_E tesne nasledovaný ukazovateľom finančnej páky. Pokiaľ sa hodnota R_E zvýši o 2,5 %, hodnota ukazovateľa EVA sa za celé sledované obdobie v priemere zvýši o 71,04 %. Pokiaľ sa hodnota finančnej páky, a teda podielu A/VK , zvýši o 2,5 %, hodnota ukazovateľa EVA sa za celé sledované obdobie v priemere zvýši 51,45 %. Oba tieto ukazovatele teda vykazujú pri svojej kladnej zmene hodnoty kladnú zmenu hodnoty ukazovateľa EVA. Hodnota ukazovateľa EVA sa pozitívne mení aj pri pozitívnej zmene hodnoty VK , avšak len minimálne.

Opačne pôsobia ukazovatele obratu aktív, $EBIT/T$ a $EAT/EBIT$, keď pri ich kladnej zmene dochádza k zápornej zmene hodnoty ukazovateľa EVA. Bližšie viď Tabuľku 4.19 a Graf 4.19.

4.8 Porovnanie spoločnosti HMMC s odvetvím

V nasledujúcej podkapitole budú hodnoty vybraných ukazovateľov porovnané s hodnotami ukazovateľov podnikov pôsobiacich v danom odvetví a s hodnotami ukazovateľov podnikov tvoriacich hodnotu pôsobiacich v danom odvetví. Odvetvie, v ktorom spoločnosť pôsobí,

je podľa klasifikácie ekonomických činností klasifikovaná ako CZ-NACE C29. Pre bližšie rozčlenenie odboru vid' *Podkapitolu 3.1.*

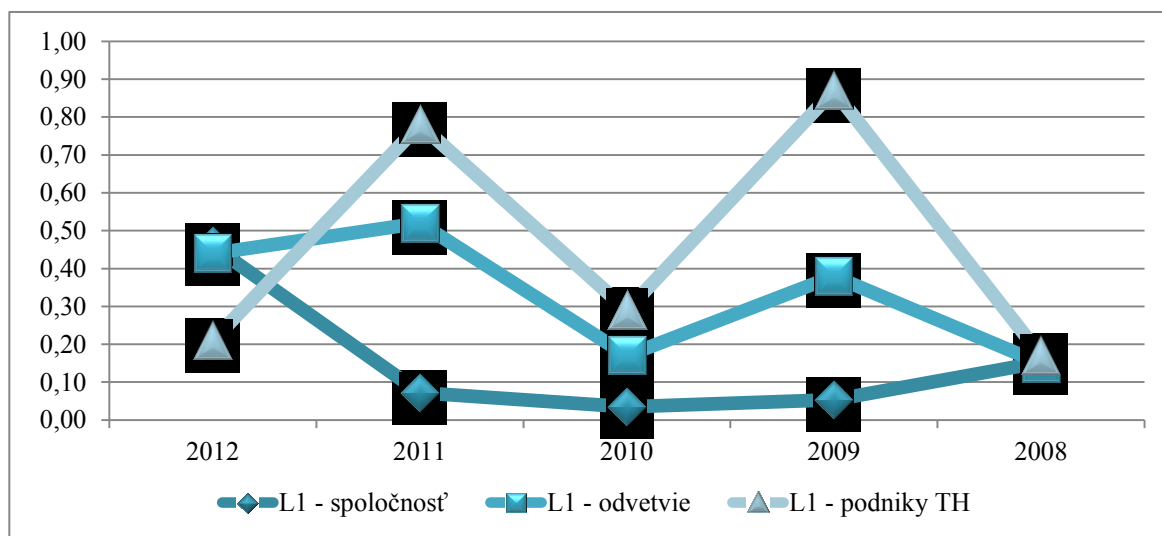
Údaje pre porovnanie boli získané z on-line aplikácie Benchmarkingového diagnostického systému finančných indikátorů INFA dostupnej na webovej stránke Ministerstva priemyslu a obchodu ČR (2014). V nasledujúcej časti sa budú porovnávať hodnoty okamžitej likvidity, bežnej likvidity, celkovej likvidity, hodnoty rentability vlastného kapitálu a produkčnej sily.

Údaje budú podľa teórie uvedenej v *Podkapitole 2.8* porovnané v priestore a porovnané v čase.

Tabuľka 4.20: Porovnanie hodnôt okamžitej likvidity spoločnosti s hodnotami okamžitej likvidity v odvetví a hodnotami okamžitej likvidity podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v absolútnych hodnotách)

	2012	2011	2010	2009	2008
L1_{spol}	0,46	0,07	0,03	0,05	0,15
L1_{odvetvie}	0,44	0,52	0,17	0,38	0,15
L1_{podnikyTH}	0,21	0,78	0,29	0,87	0,17

Graf 4.20: Porovnanie hodnôt okamžitej likvidity spoločnosti s hodnotami okamžitej likvidity v odvetví a hodnotami okamžitej likvidity podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v absolútnych hodnotách)

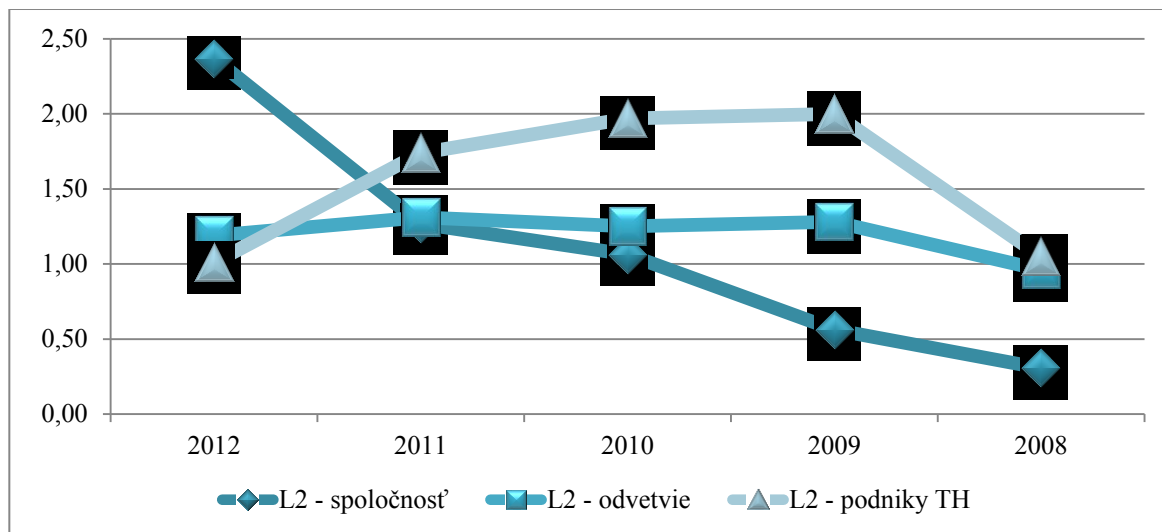


Ako vidno z *Grafu 4.20*, hodnoty okamžitej likvidity spoločnosti HMMC boli okrem rokov 2008 a 2012 nízke v porovnaní s hodnotami okamžitej likvidity v odvetví, resp. hodnotami okamžitej likvidity podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví. To znamená, že spoločnosť HMMC bola schopná v danom období okamžite zaplatiť len veľmi malú časť krátkodobých záväzkov, resp. krátkodobých bankových úverov a výpomocí.

Tabuľka 4.21: Porovnanie hodnôt bežnej likvidity spoločnosti s hodnotami bežnej likvidity v odvetví a hodnotami bežnej likvidity podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v absolútnych hodnotách)

	2012	2011	2010	2009	2008
L2_{spol}	2,37	1,27	1,06	0,56	0,31
L2_{odvetvie}	1,19	1,31	1,25	1,28	0,96
L2_{podnikyTH}	1,01	1,74	1,97	2	1,05

Graf 4.21: Porovnanie hodnôt bežnej likvidity spoločnosti s hodnotami bežnej likvidity v odvetví a hodnotami bežnej likvidity podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v absolútnych hodnotách)

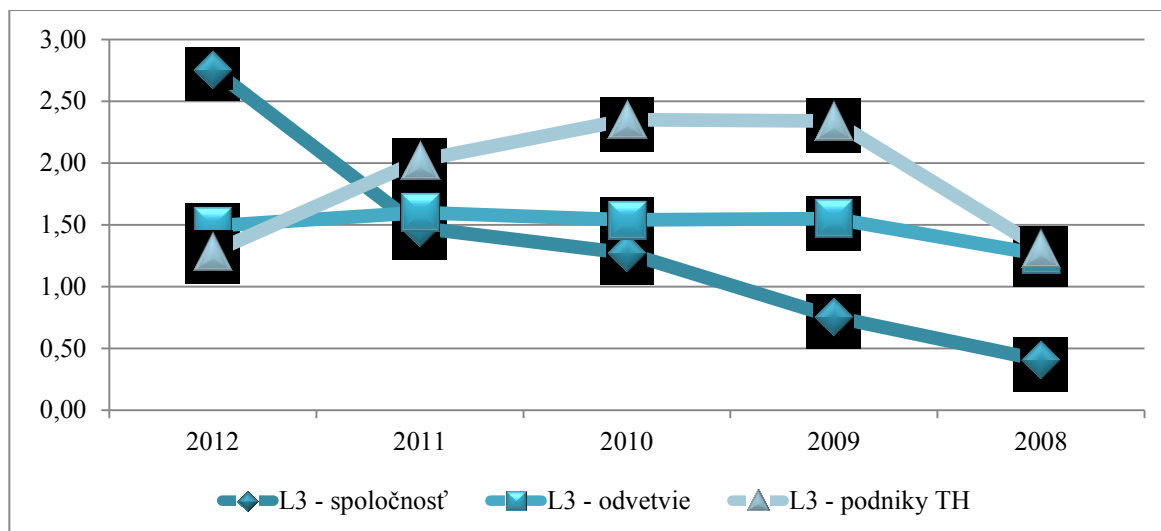


Hodnoty bežnej likvidity sú porovnateľné s hodnotami bežnej likvidity za celé odvetvie až od roku 2011. V období medzi rokmi 2008 až 2010 bola hodnota bežnej likvidity v porovnaní s hodnotami bežnej likvidity v odvetví, resp. oproti hodnotám bežnej likvidity podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví, veľmi nízka. To znamená, že spoločnosť HMMC v tomto období nedokázala premieňať svoje krátkodobé pohľadávky na peňažné prostriedky tak efektívne ako podniky v odvetví, resp. ako podniky tvoriace hodnotu v danom odvetví.

Tabuľka 4.22: Porovnanie hodnôt celkovej likvidity spoločnosti s hodnotami celkovej likvidity v odvetví a hodnotami celkovej likvidity podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v absolútnych hodnotách)

	2012	2011	2010	2009	2008
L3_{spol}	2,76	1,48	1,27	0,75	0,41
L3_{odvetvie}	1,49	1,6	1,54	1,55	1,26
L3_{podnikyTH}	1,28	2,02	2,35	2,34	1,31

Graf 4.22: Porovnanie hodnôt celkovej likvidity spoločnosti s hodnotami celkovej likvidity v odvetví a hodnotami celkovej likvidity podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v absolútnych hodnotách)

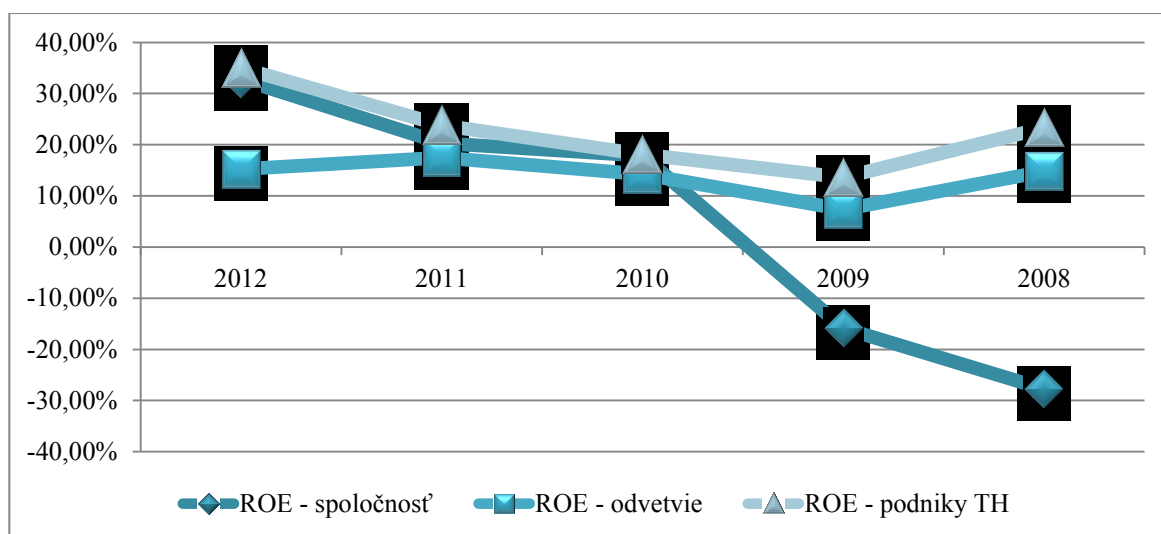


Ani v rámci hodnôt celkovej likvidity sa spoločnosti do roku 2011 nedarí najlepšie. Oproti podnikom v odvetví, resp. podnikom tvoriacim hodnotu v danom odvetví, sú hodnoty celkovej likvidity nízke. Ako však už bolo uvedené v rámci finančnej analýzy likvidity, pri hodnotení likvidity je potrebné zohľadniť, či a v akom rozsahu je podnik schopný včas uhrádzať svoje záväzky. Nezohľadňujúc rok 2008, keď spoločnosť začala výrobu, a teda ešte nestihla inkasovať peňažné prostriedky za svoju produkciu, bola v roku 2009 hodnota záväzkov z obchodných vzťahov po lehote splatnosti 50,110 mil. Kč, v roku 2010 19,047 mil. Kč, v roku 2011 2,497 mil. Kč a v roku 2012 1,037 mil. Kč. Tieto hodnoty sa môžu zdať vysoké, najmä v roku 2009, avšak v relatívnom vyjadrení ich podiel na hodnote záväzkov z obchodných vzťahov nie je väčší ako 1 %. Na základe toho možno konštatovať, že napriek tomu, že hodnoty jednotlivých likvidít sa môžu zdať nízke, spoločnosť HMMC nemá problém s platením svojich záväzkov.

Tabuľka 4.23: Porovnanie hodnôt ROE spoločnosti s hodnotami ROE v odvetví a hodnotami ROE podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v %)

	2012	2011	2010	2009	2008
ROE_{spol}	32,80%	20,29%	17,84%	-15,84%	-27,74%
ROE_{odvetvie}	15,26%	17,46%	14,22%	7,37%	14,81%
ROE_{podnikyTH}	35,03%	23,80%	18,11%	13,63%	23,33%

Graf 4.23: Porovnanie hodnôt ROE spoločnosti s hodnotami ROE v odvetví a hodnotami ROE podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v %)



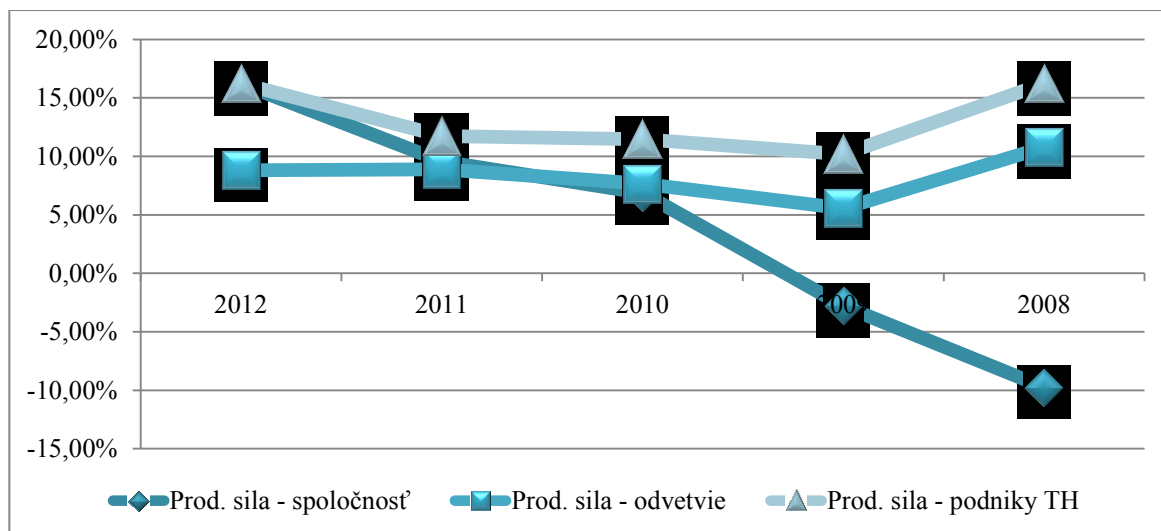
V rámci porovnania hodnôt ROE s hodnotami ROE podnikov v odvetví, resp. podnikov tvoriacich hodnotu v odvetví, je na tom spoločnosť HMMC veľmi dobre. Okrem prvých rokov sledovaného obdobia, keď sa spoločnosť „zabehávala“, sú od roku 2010 hodnoty ROE dosahované spoločnosťou lepšie ako hodnoty ROE v odvetví a približujú sa hodnotám ROE spoločností tvoriacich hodnotu v odvetví.

Tabuľka 4.24: Porovnanie hodnôt produkčnej sily spoločnosti s hodnotami produkčnej sily v odvetví a hodnotami produkčnej sily podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v %)

	2012	2011	2010	2009	2008
Produkčná sila_{spol}	16,23%	9,58%	6,88%	-2,80%	-9,74%
Produkčná sila_{odvetvie}	8,81%	8,89%	7,65%	5,55%	10,78%
Produkčná sila_{podnikyTH}	16,23%	11,75%	11,47%	10,17%	16,22%

Ukazovateľ produkčnej sily, inak známy aj ako rentabilita aktív ROA, hovorí o tom, ako bola zhodnotená každá jedna Kč vložená do majetku. Nehľadiac na roky 2008 a 2009 sú v ostatnom sledovanom období hodnoty produkčnej sily spoločnosti porovnateľné s hodnotami v odvetví. V poslednom roku sledovaného obdobia je hodnota produkčnej sily podniku zhodná s hodnotou produkčnej sily podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví. To znamená, že spoločnosť HMMC, podobne ako podniky tvoriace hodnotu v danom odvetví, dokázala každú jednu Kč vloženú do majetku spoločnosti zhodnotiť o 15,46 %.

Graf 4.24: Porovnanie hodnôt produkčnej sily spoločnosti s hodnotami produkčnej sily v odvetví a hodnotami produkčnej sily podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v %)



Tabuľka 4.25: Porovnanie hodnôt EVA spoločnosti s hodnotami EVA v odvetví a hodnotami EVA podnikov tvoriacich hodnotu v danom odvetví (v mil. Kč)

	2012	2011	2010	2009	2008
EVA_{spol}	5 627	100	-703	-6 373	-7 026
EVA_{odvetvie}	5 815 381	9 606 481	3 650 808	-13 665 400	2 543 756
EVA_{podnikyTH}	20 915 359	19 232 876	-	-	-

Ako vidno z Tabuľky č.25, vývoj ekonomickej pridanej hodnoty je počas celého sledovaného obdobia pozitívny. Pre ilustráciu boli doplnené hodnoty EVA za odvetvie. Tieto hodnoty počas sledovaného obdobia kolíšu a pri sledovaní údajov v takých krátkych časových úsekoch sa nedá určiť, či je ich vývoj pozitívny alebo negatívny. Hodnoty EVA za podniky tvoriace hodnotu sa dali nájsť len za roky 2012 a 2011. Do tejto doby Ministertvo priemyslu a obchodu dané informácie nezverejňovalo.

4.9 Zhodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti HMMC a odporúčenia

Zhodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti HMMC bolo už sčasti vykonané v prechádzajúcich podkapitolách. V tejto podkapitole bude hodnotenie finančnej výkonnosti dokončené.

Spoločnosť HMMC patrí do skupiny troch najväčších výrobcov motorových vozidiel na území Českej republiky. Z toho vyplýva, že výraznú pomernú časť z hodnoty celkových aktív spoločnosť držala vo forme samostatne hnuťelného majetku a súborov hnuťelných vecí, čo predstavovali stroje a strojné zariadenia a formy, ktoré mala spoločnosť HMMC umiestnené

u svojich dodávateľov. Okrem toho nemalú časť hodnoty aktív tvorila aj hodnota stavieb, a teda hodnota nošovického výrobného závodu spoločnosti spolu s pozemkami, na ktorých je závod postavený. Čo sa týka hodnoty fixného majetku, tá sa v hodnotovom vyjadrení počas sledovaného obdobia výrazne nezmenila. Hodnota dlhodobého majetku spoločnosti je počas celého sledovaného obdobia cca 20 mld. Kč. V rámci percentuálneho vyjadrenia však podiel dlhodobého majetku na celkových aktívach klesol. Bolo to spôsobené rastom hodnoty obežných aktív, a to najmä krátkodobých pohľadávok, ale tiež rastom hodnoty zásob a krátkodobého finančného majetku.

Pri vertikálnej analýze pasív sa dá konštatovať, že počas sledovaného obdobia došlo k miernemu nárastu podielu vlastného kapitálu na celkových zdrojoch, a naopak k miernemu poklesu podielu cudzích zdrojov na celkových zdrojoch. Táto zmena nastala v dôsledku toho, že spoločnosť HMMC od roku 2010 produkovala pozitívne výsledky hospodárenia. Najvýraznejšou zmenou v rámci cudzích zdrojov bola emisia päťročných dlhopisov na Singapurskej burze v hodnote 500 000 000 \$ v roku 2010.

Keďže splatnosť dlhopisov bude v roku 2015, tak v tomto smere by bolo pre firmu odporúčaním naakumulovať dostatočné množstvo finančných prostriedkov, aby transakcia prebehla bez výraznejších problémov. Pri pohľade na objem krátkodobých pohľadávok z obchodných vzťahov k 31. decembru 2012 sa dá predbežne konštatovať, že by s tým spoločnosť nemala mať väčší problém.

Pri hodnotení výsledkov rentability je potrebné zohľadniť fakt, že spoločnosť začala vyrábať na sklonku roku 2008 a prvé roky produkovala len stratu. Prvý výraznejší výsledok hospodárenia spoločnosť dosiahla v roku 2010. To sa prejavilo aj na jednotlivých hodnotách rentability. Trend vývoja hodnôt rentabilit je pozitívny, čo je dobrým znakom vývoja. Tomu nasvedčuje aj porovnanie hodnôt *ROA* a *ROE* spoločnosti HMMC s hodnotami rovnakých ukazovateľov pri podnikoch pôsobiacich v rovnakom odvetví. Hodnoty týchto rentabilit sú dokonca porovnateľné s hodnotami rentabilit podnikov tvoriacich hodnotu v rámci daného odvetvia. Odporúčaním pre spoločnosť by bolo zachovať pozitívny trend v oblasti vývoja hodnôt rentabilit, avšak s prihliadnutím na vzťah medzi zadlženosťou, rentabilitou a likviditou, lebo by mohla nastať situácia, že spoločnosť by dosahovala vysoké hodnoty rentabilit, avšak pri vysokom stupni zadlženosti a nízkej likvidite.

Spoločnosť v sledovanom období využívala rôzne formy financovania svojej činnosti. Od dlhodobých bankových úverov a výpomocí, cez krátkodobé bankové úvery a výpomoci, až po dlhopisy, ktoré v roku 2010 emitovala na Singapurskej burze. Zadlženosť v prvých rokoch sledovaného obdobia bola mierne vyššia, pričom trend bol klesajúci. Tento vývoj možno

označiť za pozitívny. Platí však, že vyššia zadlženosť sama o sebe nemusí byť negatívnou charakteristikou podniku, pokiaľ je podnik schopný z celkového investovaného kapitálu vyprodukovať vyšší výnos, ako je výška úrokov za použitý cudzí kapitál. Pri pohľade na výsledky, ktoré spoločnosť HMMC dosahovala od roku 2010 sa dá konštatovať, že sa jej to podarilo.

V rámci likvidity bola na tom spoločnosť HMMC v porovnaní s podnikmi tvoriacimi hodnotu v danom odvetví, ale aj celkovo s podnikmi v danom odvetví, horšie, a to najmä v období medzi rokmi 2008 až 2011. Dôležité je však zohľadniť to, či spoločnosť platí svoje záväzky. Napriek tomu, že hodnoty jednotlivých likvidít sa môžu zdať nízke v porovnaní s podnikmi v odvetví, resp. podnikmi tvoriacimi hodnotu v danom odvetví, spoločnosť HMMC nemá problém s platením svojich záväzkov. Keďže v roku 2015 má dôjsť k výplate dlhopisov, odporúčaním pre spoločnosť by bolo naakumulovať dostatok peňažných prostriedkov, aby spoločnosť s touto platbou, ale aj s platbami pre dodávateľov, nemala problémy.

V rámci analýzy aktivity by bolo odporúčaním pre firmu dodržiavať pravidlo solventnosti, pretože doba obratu pohľadávok je takmer trikrát vyššia ako doba obratu záväzkov, a teda spoločnosť platí za svoje záväzky neúmerne rýchlo v porovnaní s tým, ako jej platia faktúry jej odberatelia.

Výsledky sústav ukazovateľov, a teda výsledky Beaverovho modelu, Kralickovho Quick-Testu a Indexu IN05 sa v sledovanom období vyvíjali vo všetkých sústavách od horšieho k lepšiemu. Dá sa konštatovať, že spoločnosti s vysokou pravdepodobnosťou nehrozí bankrot ani zhoršenie finančnej situácie. Bolo by dobré, aby spoločnosť v danom trende pokračovala.

Dosiahnuté výsledky zatiaľ hovoria v prospech firmy. Nasleduje ešte zhodnotiť, či spoločnosť tvorí hodnotu pre svojho jediného akcionára. Pre tento účel bol zvolený výpočet ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty, ktorý predstavuje hodnotu zisku po odpočítaní alternatívnych nákladov na kapitál. Spoločnosť prvýkrát vytvorila takto definovanú hodnotu pre svojho majiteľa v roku 2011, avšak už od roku 2008 je trend vývoja hodnoty ukazovateľa EVA stúpajúci, a teda pozitívny. Odporúčaním pre podnik je pokračovať v nastavenom trende, a tým vytvárať hodnotu pre svojho vlastníka.

Na základe výsledkov finančnej analýzy spoločnosti a ich porovnaní s odvetvím, resp. s podnikmi tvoriacimi hodnotu sa dá konštatovať, že podnik HMMC možno považovať za rentabilný, primerane zadlžený, stabilný, ale najmä tvoriaci hodnotu pre svojho akcionára. Menšou negatívnou charakteristikou by mohli byť nižšie hodnoty likvidít, ale pokiaľ podnik zvláda platiť za svoje záväzky včas, a to podľa hodnoty doby obratu záväzkov zvláda, nemá

by s tým byť problém. Pri súčasnom vývoji podniku s veľkou pravdepodobnosťou nehrozí ani bankrot, ani zhoršenie finančnej situácie.

5 Záver

Cieľom diplomovej práce bolo zanalyzovať a zhodnotiť finančnú výkonnosť spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o., ktorej hlavným predmetom činnosti je výroba osobných automobilov, a porovnať ju s odvetvím, v ktorom spoločnosť pôsobí. Finančná výkonnosť bola zanalyzovaná a zhodnotená na základe výsledkov finančnej analýzy finančných výkazov v období medzi rokmi 2008 až 2012 pomocou analýzy štruktúry a trendov, analýzy pomerových ukazovateľov, analýzy sústav ukazovateľov, analýzy ekonomickej pridanej hodnoty a citlivostnej analýzy.

Na základe vykonanej finančnej analýzy možno konštatovať, že podnik je rentabilný, a teda dosahuje výnosy z vloženého kapitálu. Celková zadlženosť podniku bola v prvých rokoch sledovaného obdobia vyššia, no primeraná, pretože podnik bol schopný vygenerovať z celkového investovaného kapitálu vyšší výnos, ako bola výška úrokov za použitý cudzí kapitál. Likvidita podniku bola nižšia, avšak podnik za celé sledované obdobie nemal problém s platením svojich záväzkov. Na základe výsledkov sústav ukazovateľov možno konštatovať, že spoločnosti s veľkou pravdepodobnosťou nehrozí úpadok a ani zhoršenie finančnej situácie. Ak podnik bude pokračovať v nastavenom trende hodnôt ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty, bude pre jediného akcionára spoločnosti, Hyundai Motor Company, vytvárať ekonomický zisk.

Z vykonanej finančnej analýzy vyplýva, že podnik Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o. je finančne výkonný, a že jeho výkonnosť sa dá porovnávať s podnikmi tvoriacimi hodnotu, ktoré pôsobia v automobilovom odvetví. Finančná výkonnosť je výsledkom rozumného riadenia manažérov podniku v prospech jediného akcionára podniku. Súčasná finančná výkonnosť spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o. položila dobrý základ pre úspešné fungovanie spoločnosti v budúcnosti.

Zoznam použitej literatúry

[1] Knižné a internetové publikácie

- 1.1 BREALEY, R. A., MYERS, S. C., ALLEN, F. *Principles of Corporate Finance - Global Edition*. 10th edition. The McGraw–Hill Companies, 2010. 944 s. ISBN-10: 1259009513. ISBN-13: 978-1259009518.
- 1.2 DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 215 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- 1.3 FROST, W.: *ABCs of Activity Based Management*. Iuniverse, 2005. ISBN 13-978-0-595-80328-6
- 1.4 JENČOVÁ, S., RÁKOŠ, J. *Finančno-ekonomická analýza a finančné plánovanie*. 2 doplnené vyd. 2010. Prešov: Grafotlač. 286 s. ISBN 978-80-555-0186-4
- 1.5 KISLINGEROVÁ, E.- HNILICA, J. *Finanční analýza – krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. 160 s. ISBN 978-80-7179-713-5
- 1.6 LESÁKOVÁ, E. *Metódy hodnotenia malých a stredných podnikov*. Banská Bystrica: UMB, EF v Banskej Bystrici, 2004. 121 s. ISBN 80-8055-914-7
- 1.7 MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- 1.8 MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (EVA, MVA, CFROI)*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0
- 1.9 MRKVIČKA, J., KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. upr. vyd. Praha: Aspi, 2006. 228 s. ISBN 80-7357-219-2
- 1.9 NEUMAIEROVÁ, Inka; NEUMAIER, Ivan. *Proč se ujal index IN a nikoli pyramidový systém ukazatelů INFA. GA ČR Generátory tvorby hodnoty*. 2009, N/A, s. 1-10. Dostupný z WWW: <http://www.ekonomikaamanagement.cz/getFile.php?fileKey=CEJVB0NUCAdVCEZIU1VHB0MIUUMEBAVDVFVWQ1VUBAVGQ1VCXgQFBERIREJLYg==>
- 1.10 NEUMAIEROVÁ, Inka; NEUMAIER, Ivan *Index IN05 : Index IN05*. In *Evropské finanční systémy : Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference*. Brno : Masarykova univerzita v Brně, 2005. s. 143-146. Dostupné z WWW:<http://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>
- 1.11 NÝVLTOVÁ, R. MARINIČ, P. *Finanční řízení podniku: Moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing a.s., 2010. 204 s. ISBN 978-80-247-3158-2

- 1.12 PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.vyd. Praha: Linde, 2009. 331 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
- 1.13 ZALAI, K. a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 6. vyd. Bratislava : Sprint, 2008. 385 s. ISBN 80-8908-599-6
- 1.14 ZMEŠKAL, Z., DLUHOŠOVÁ, D., TICHÝ, T. *Finanční modely: Koncepty, metody, aplikace*. 2013, s. 34
- 1.15 ŽIŽKA, J. 2009. *Analýza vlastností Kralickova Quick Testu*: bakalářská práce. Plzeň ZUP, 2009, 62 s. Dostupné z: http://www.kiv.zcu.cz/~novyp/dip/bc_zizka.pdf

[2] Príspevky v zborníku

- 2.1 DLUHOŠOVÁ, D. *Analýza citlivosti a metody pyramidového rozkladu finanční výkonnosti firem a odvětví na bázi ukazatele EVA*. In *Řízení a modelování finančních rizik*. Ostrava 8.-9.9.2004. Ostrava: VŠB - Technická univerzita Ostrava, 2004. s. 52-63. ISBN 80-248-0618-5

[3] Články a příspěvky v odborných časopisech a literatuře

- 3.1 DLUHOŠOVÁ, D. *Měření a analýza vývoje finanční výkonnosti odvětví a průmyslu v ČR na bázi ukazatele EVA*. In *Ekonomická revue*, 2004, roč. VII, (č. 1), s. 17-32. ISSN 1212-3951

[4] Elektronické zdroje

- 4.1 CZECHINVEST Agentura pro podporu podnikání a investic. 2014a. *Automobilový průmysl*. [online]. [cit. 10. dubna 2014]. Dostupné z: czechinvest.org/automobilovy-prumysl
- 4.2 CZECHINVEST Agentura pro podporu podnikání a investic. 2014b. *Podpora investic*. [online]. [cit. 10. dubna 2014]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/podpora-investic>
- 4.3 FAP – Finanční analýza podniku. 2014. *Finanční analýza články*. [online]. [cit. 17. dubna 2014]. Dostupné z: www.fap.sk/FINANCNA-ANALYZA.htm
- 4.4 HYUNDAI MOTOR MANUFACTURING CZECH. 2014. *Základní informace*. [online]. [cit. 10. dubna 2014]. Dostupné z: <http://www.hyundai-motor.cz/index.php?rubrika=basic-info>

- 4.5 JUSTICE. *Výroční zprávy*. [online]. [cit. 12. dubna 2014].
Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>
- 4.6 MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analytické materiály a statistiky*. [online]. [cit. 15. března 2014]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy>
- 4.7 SDRUŽENÍ AUTOMOBILOVÉHO PRŮMYSLU. *Základní přehledy a údaje*. [online]. [cit. 10. dubna 2014]. Dostupné z: www.autosap.cz/zakladni-prehledy-a-udaje/

Zoznam skratiek

€	Eur
\$	Dolár
%	Percento
Ø	Priemer
Σ	Suma
Δ	Zmena
β_E	Koeficient citlivosti dodatočného výnosu na dodatočný výnos trhového portfólia
β_{Ej}	Koeficient citlivosti dodatočného výnosu na dodatočný výnos j-tého faktoru
A	Celkové aktíva
absolútna	Absolútna zmena
angl.	Anglicky
APM	Arbitrážny model oceňovania
BÚaV	Bankové úvery a výpomoci
C	Kapitál
CF	Cash-flow, resp. peňažný tok
CFROI	Cash-flow z investícií, resp. peňažný tok z investícií
CFSP	Celková finančná situácia podniku
CML	Línia kapitálových trhov
CZ	Cudzie zdroje
ČPK	Čistý pracovný kapitál
D	Úročený cudzí kapitál
Dlhodobé CZ	Dlhodobé cudzie zdroje
$E(R_E)$	Očakávaný výnos vlastného kapitálu (stredná hodnota)
$E(R_j)$	Očakávaný j-tého faktoru.
$E(R_M)$	Očakávaný výnos trhového portfólia
EAT	Čistý zisk, resp. výsledok hospodárenia po zdanení
EBT	Hrubý zisk, resp. výsledok hospodárenia pred zdanením
EBIT	Výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi
EBITDA	Výsledok hospodárenia pred zdanením, úrokmi a odpismi
EVA	Ekonomická pridaná hodnota

FA	Fixné aktíva, resp. dlhodobé aktíva
FS	Finančná stabilita
i	Základná úroková miera
Kč.	Česká koruna
KFM	Krátkodobý finančný majetok
Krátkodobé CZ	Krátkodobé cudzie zdroje
Krátkodobé pohľ.	Krátkodobé pohľadávky
Krátkodobé záv.	Krátkodobé záväzky
L1	Okamžitá likvidita
L2	Bežná likvidita
L3	Celková likvidita
mil.	Milión
mld.	Miliarda
MVA	Trhová pridaná hodnota
NPV	Čistá súčasná hodnota
NOPAT	Hodnota čistého prevádzkového zisku po zdanení
NÚ	Nákladové úroky
OA	Obežné aktíva
OBL	Dlhopisy a obligácie
P	Pasíva
PH	Pridaná hodnota
Prevádzkový CF	Prevádzkový cash-flow, resp. cash.flow z prevádzkovej činnosti
relatívna	Relatívna zmena
R _D	Náklady na cudzí kapitál
R _E	Náklady vlastného kapitálu
R _F	Bezriziková sadzba
R _{finstab}	Riziková prirážka finančnej stability na báze likvidity
R _{finstr}	Riziková prirážka za zadlženosť podniku
R _{LA}	Riziková prirážka charakterizujúca veľkosť podniku
R _{podnik}	Riziková prirážka charakterizujúca produkčnú silu podniku
R _{WACC}	Náklady na celkový kapitál
ROA	Rentabilita aktív, resp. produkčná sila
ROCE	Rentabilita dlhodobého kapitálu
ROC	Rentabilita investovaného kapitálu

ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROS	Rentabilita tržieb
SML	Línia cenných papierov
t	Príslušná sadzba dane z príjmu
T	Tržby
tis.	Tisíc
TSR	Trhový výnos akciového kapitálu
U_i	Hodnota jednotlivého ukazovateľa
U_t	Hodnota ukazovateľa v bežnom období
U_{t-1}	Hodnota ukazovateľa v minulom období
UZ	Úplatné zdroje
VK	Vlastný kapitál
VS	Výnosová situácia
Zás.	Zásoby
WACC	Náklady na celkový kapitál
$WACC_U$	Celkové náklady kapitálu nezadĺženej firmy
$WACC_L$	Celkové náklady kapitálu zadĺženej firmy

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. dubna 2014



.....
Bc. Michal Humený

Zoznam príloh

Príloha č. 1: Finančné výkazy spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o. za obdobie rokov 2008 až 2012 (v tis. Kč)

Príloha č. 2 Horizontálna analýza súvahy za obdobie 2008 až 2012 (v tis. Kč a v %.)

Príloha č. 3: Horizontálna analýza výkazu ziskov a strát za obdobie 2008 až 2012 (v tis. Kč a v %.)

Príloha č. 4: Vertikálna analýza súvahy za obdobie 2008 až 2012 (v %.)

Príloha č. 5: Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát za obdobie 2008 až 2012 (v %.)

Príloha č. 6: Výpočet vybraných druhov výsledku hospodárenia za obdobie 2008 až 2012 (v tis. Kč.)

Príloha č. 7: Pyramídový rozklad ROE v rokoch 2011/2012 (v %)

Príloha č. 8: Pyramídový rozklad ROE v rokoch 2010/2011 (v %)

Príloha č. 9: Pyramídový rozklad ROE v rokoch 2009/2010 (v %)

Príloha č. 10: Pyramídový rozklad ROE v rokoch 2008/2009 (v %)

Príloha č. 11: Pyramídový rozklad EVA v rokoch 2011/2012 (v %)

Príloha č. 12: Pyramídový rozklad EVA v rokoch 2010/2011 (v %)

Príloha č. 13: Pyramídový rozklad EVA v rokoch 2009/2010 (v %)

Príloha č. 14: Pyramídový rozklad EVA v rokoch 2008/2009 (v %)

Príloha č. 15: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru $EAT/EBIT$ o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

Príloha č. 16: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru $EBIT/T$ o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

Príloha č. 17: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru T/A o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

Príloha č. 18: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru A/VK o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

Príloha č. 19: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru R_E o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

Príloha č. 20: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru VK o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

Prílohy

Príloha č. 1: Finančné výkazy spoločnosti Hyundai Motor Manufacturing Czech s.r.o. za obdobie rokov 2008 až 2012 (v tis. Kč)

Súvaha- aktíva	2012	2011	2010	2009	2008
AKTÍVA CELKOM	48 470 016	42 366 711	32 856 408	28 687 328	24 353 623
Dlhodobý majetok	20 625 440	20 390 275	19 168 766	20 411 889	18 240 670
Dlhodobý nehmotný majetok	585 357	224 298	390 038	408 523	253 234
Zriaďovacie výdaje	0	0	4 946	14 748	24 550
Software	74 892	103 896	143 750	187 203	215 863
Iný dlhodobý nehmotný majetok	510 465	115 997	240 806	206 572	
Nedokončený dlhodobý nehmotný majetok	0	4 405	536		12 821
Dlhodobý hmotný majetok	20 040 083	20 165 977	18 778 728	20 003 366	17 987 436
Pozemky	170 678	170 678	170 678	170 678	105 528
Stavby	7 392 570	7 267 989	7 222 814	7 471 062	6 632 823
Samostatne hnutelné veci a súbory hnutelných vecí	12 448 422	9 718 482	10 740 826	11 855 859	9 973 093
Nedokončený dlhodobý hmotný majetok	13 335	1 737 488	518 630	498 925	1 261 584
Poskytnuté zálohy na dlhodobý hmotný majetok	15 078	1 271 340	125 780	6 842	14 408
Obežné aktíva	27 682 348	21 839 017	13 534 560	8 177 516	6 091 900
Zásoby	3 894 244	3 074 210	2 207 889	2 096 039	1 476 370
Materiál	2 473 921	2 151 223	1 205 495	1 072 371	750 676
Nedokončená výroba a polotovary	452 184	380 816	414 503	236 427	360 813
Výrobky	595 901	542 171	587 891	619 843	276 567
Poskytnuté zálohy na zásoby	372 238	0	0	167 398	88 314
Dlhodobé pohľadávky	0	0	464 575	0	0
Odložená daňová pohľadávka	0	0	464 575	0	0
Krátkodobé pohľadávky	19 177 446	17 703 894	10 493 707	5 497 868	2 322 693
Pohľadávky z obchodných vzťahov	17 280 321	15 463 096	9 164 088	4 717 283	1 773 391
Pohľadávky - ovládajúca a riadiaca osoba					80 790
Štát - daňové pohľadávky	1 375 353	1 559 337	847 434	588 575	444 201
Krátkodobé poskytnuté zálohy	38 467	31 648	49 150	34 181	24 311
Iné pohľadávky	483 305	649 813	433 035	157 829	110 915
Krátkodobý finanční majetok	4 610 658	1 060 913	368 389	583 609	2 292 837
Peniaze	284	143	115	128	73
Účty v bankách	4 610 374	1 060 770	368 274	583 481	2 292 764
Časové rozlíšenie	162 228	137 419	153 082	97 923	21 053
Náklady budúcich období	93 129	106 219	123 257	77 758	20 952
Komplexné náklady budúcich období	69 099	31 200	29 825	20 165	101

Súvaha- pasíva	2012	2011	2010	2009	2008
PASÍVA CELKOM	48 470 016	42 366 711	32 856 408	28 687 328	24 464 538
Vlastný kapitál	21 370 915	14 360 896	11 447 266	9 404 634	9 286 685
Základný kapitál	13 901 000	13 901 000	13 901 000	13 901 000	12 293 000
Základný kapitál	13 901 000	13 901 000	13 901 000	13 901 000	12 293 000
Rezervné fondy, nedeliteľný fond a ostatné fondy zo zisku	145 682	0	0	0	0
Zákonný rezervný fond/Nedeliteľný fond	145 682	0	0	0	0
Výsledok hospodárenia minulých období	314 214	-2 453 734	-4 496 366	-3 006 314	-430 574
Nerozdelený zisk minulých období	314 214	0	0	0	
Neuhradená strata minulých období	0	-2 453 734	-4 496 366	-3 006 314	-430 574
Výsledok hospodárenia bežného účtovného obdobia (+ -)	7 010 019	2 913 630	2 042 632	-1 490 052	-2 575 741
Cudzie zdroje	26 969 063	27 827 551	21 268 067	19 136 170	15 071 314
Rezervy	4 613 169	2 832 361	1 215 604	363 422	37 839
Ostatné rezervy	4 613 169	2 832 361	1 215 604	363 422	37 839
Dlhodobé záväzky	9 797 010	10 198 338	9 393 891	537	0
Záväzky z obchodných vzťahov	0	8 353	18 391	0	0
Vydané dlhopisy	9 527 500	9 970 000	9 375 500	0	0
Odložený daňový záväzok	269 510	219 985	0	537	0
Krátkodobé záväzky	5 935 432	8 735 692	4 432 867	5 602 228	5 360 084
Záväzky z obchodných vzťahov	4 721 157	7 162 288	4 005 040	4 939 169	4 219 856
Záväzky k zamestnancom	59 884	67 411	44 564	37 144	32 826
Záväzky zo sociálneho a zdravotného poistenia	35 299	40 326	24 965	18 903	16 051
Štát - daňové záväzky a dotácie	417 264	44 342	36 550	48 136	48 176
Krátkodobé prijaté zálohy	41 147	623	10 657	42 481	47 718
Dohadné účty pasívne	655 718	1 415 641	308 151	514 448	994 707
Iné záväzky	4 963	5 061	2 940	1 947	750
Bankové úvery a výpomoci	6 623 452	6 061 160	6 225 705	13 169 983	9 673 391
Bankové úvery dlhodobé	2 514 000	0	0	7 939 500	
Krátkodobé bankové úvery	4 109 452	6 061 160	6 225 705	5 230 483	9 673 391
Časové rozlíšenie	130 038	178 264	141 075	146 524	106 539
Výdaje budúcich období	97 883	101 588	100 519	121 145	91 396
Výnosy budúcich období	32 155	76 676	40 556	25 379	15 143

Výkaz ziskov a strát	2012	2011	2010	2009	2008
Výkony	92 309 606	69 528 382	49 678 383	28 368 896	3 482 198
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	92 212 227	69 580 613	49 544 899	28 137 474	2 680 146
Zmena stavu zásob vlastnej činnosti	97 379	-52 231	133 484	231 452	639 309
Aktivácia	0	0	0	-30	162 743
Výkonová spotreba	79 005 893	59 505 935	43 760 320	27 213 701	4 236 914
Spotreba materiálu a energie	75 188 078	56 898 218	41 285 275	24 917 580	2 984 790
Služby	3 817 815	2 607 717	2 475 045	2 296 121	1 252 124
Pridaná hodnota	13 303 713	10 022 447	5 918 063	1 155 195	-754 711
Osobné náklady	1 324 842	1 285 495	969 277	763 197	482 517
Mzdové náklady	919 240	894 128	663 721	519 068	329 547
Náklady na sociálne zabezpečenie a zdravotné poistenie	310 658	303 844	225 750	168 416	111 523
Sociálne náklady	94 944	87 523	79 806	75 713	41 447
Dane a poplatky	10 022	15 932	15 050	7 838	1 341
Odpisy dlhodobého nehmotného a hmotného majetku	2 146 145	2 386 945	2 348 008	1 454 889	208 733
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	3 222 878	3 228 442	2 891 647	1 731 848	435 240
Tržby z predaja dlhodobého majetku	36 574	278 360	18 523	0	0
Tržby z predaja materiálu	3 186 304	2 950 082	2 873 124	1 731 848	435 240
Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a materiálu	3 531 851	3 398 998	3 248 936	1 869 741	454 177
Zostatková cena predaného dlhodobého majetku	161 920	278 174	40 449	0	0
Predaný materiál	3 369 931	3 120 824	3 208 487	1 869 741	454 177
Zmena stavu rezerv a opravných položiek v prevádzkovej oblasti a komplexných nákladov budúcich období	1 725 355	1 753 585	859 389	318 501	36 324
Ostatné prevádzkové výnosy	6 103 261	1 650 608	2 699 771	2 939 280	18 155
Ostatné prevádzkové náklady	6 522 002	1 891 030	2 751 875	2 453 055	27 501
Prevádzkový výsledok hospodárenia	7 369 635	4 169 512	1 316 946	-1 040 898	-1 511 909
Výnosy z precenenia cenných papierov a derivátov	0	190 832	364 172	0	0
Výnosové úroky	372 555	261 216	171 276	94 238	53 406
Náklady z precenenia cenných papierov a derivátov	213 310	0	0	0	0
Nákladové úroky	445 555	461 866	682 131	686 084	204 029
Ostatné finančné výnosy	2 654 554	2 737 774	2 170 988	1 409 368	489 660
Ostatné finančné náklady	2 318 221	3 299 278	1 763 194	1 266 676	1 402 869
Finančný výsledok hospodárenia	50 022	-571 323	261 111	-449 154	-1 063 832
Daň z príjmu za bežnú činnosť	409 638	684 559	-464 575	0	0
- splatná	360 113	0	0	0	0
- odložená	49 525	684 559	-464 575	0	0
Výsledok hospodárenia za bežnú činnosť	7 010 019	2 913 630	2 042 632	-1 490 052	-2 575 741
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie (+/-)	7 010 019	2 913 630	2 042 632	-1 490 052	-2 575 741
Výsledok hospodárenia pred zdanením	7 419 657	3 598 189	1 578 057	-1 490 052	-2 575 741

Výkaz peňažných tokov	2012	2011	2010	2009	2008
Počiatočný stav peňažných prostriedkov a peňažných ekvivalentov	1 060 913	368 389	583 609	2 292 837	1 229 552
Peňažné toky z hlavnej zárobkovej činnosti (prevádzková činnosť)					
Výsledok hospodárenia za bežnú činnosť pred zdanením	7 419 657	3 598 189	1 578 057	-1 490 052	-2 575 741
Úpravy o nepeňažné operácie	3 916 386	4 718 852	3 627 057	2 176 763	321 898
Odpisy stálych aktív	2 146 145	2 386 945	2 348 008	1 454 889	208 733
Zmena stavu opravných položiek a rezerv	1 725 355	1 754 932	870 029	318 501	37 315
Zisk (strata) z predaja stálych aktív	125 346	-186	21 926	0	0
Nákladové a výnosové úroky	73 001	200 651	510 855	591 846	75 850
Opravy o ostatné nepeňažné operácie	-153 461	376 510	-123 761	-188 473	0
Čistý prevádzkový peňažný tok pred zmenami pracovného kapitálu	11 336 043	8 317 041	5 205 114	686 711	-2 253 843
Zmena stavu pracovného kapitálu	-5 320 903	-4 265 282	-5 715 539	-2 409 001	-852 537
Zmena stavu pohľadávok a časového rozlíšenia aktív	-1 951 739	-6 843 223	-4 788 876	-3 132 917	-2 123 635
Zmena stavu záväzkov a časového rozlíšenia pasív	-2 545 616	3 591 857	-827 455	1 356 148	2 748 322
Zmena stavu zásob	-823 548	-1 013 916	-99 208	-632 232	-1 477 224
Čistý prevádzkový peňažný tok pred zdanením a mimoriadnymi položkami	6 015 140	4 051 759	-510 425	-1 722 290	-3 106 380
Vyplatené úroky	-441 175	-460 952	-705 127	-653 507	-43 567
Prijaté úroky	339 167	272 803	188 494	76 867	50 608
Čistý peňažný tok z prevádzkovej činnosti	5 913 132	3 863 610	-1 027 058	-2 298 930	-3 099 339
Peňažné toky z investičnej činnosti					
Výdaje spojené s obstaraním stálych aktív	-3 042 920	-3 256 049	-1 464 148	-4 633 386	-6 989 977
Príjmy z predaja stálych aktív	36 574	278 360	18 523	0	0
Pôžičky a úvery spriazneným osobám	0	0	0	80 790	-80 790
Čistý peňažný tok z investičnej činnosti	-3 006 346	-2 977 689	-1 445 625	-4 552 596	-7 070 767
Peňažné toky z finančnej činnosti					
Zmena stavu záväzkov z financovania	642 959	-193 397	2 257 463	3 534 298	9 673 391
Dopady zmien vlastného kapitálu	0	0	0	1 608 000	1 560 000
Peňažné zvýšenie základného kapitálu	0	0	0	1 608 000	1 560 000
Čistý peňažný tok z finančnej činnosti	642 959	-193 397	2 257 463	5 142 298	11 233 391
Čistá zmena peňažných prostriedkov a peňažných ekvivalentov	3 549 745	692 524	-215 220	-1 709 228	1 063 285
Konečný stav peňažných prostriedkov a peňažných ekvivalentov	4 610 658	1 060 913	368 389	583 609	2 292 837

Príloha č. 2 Horizontálna analýza súvahy za obdobie 2008 až 2012 (v tis. Kč a v %.)

Analýza aktív	Absolútna zmena				Relatívna zmena			
	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009
AKTÍVA CELKOM	6 103 305	9 510 303	4 169 080	4 333 705	14%	29%	15%	18%
Dlhodobý majetok	235 165	1 221 509	-1 243 123	2 171 219	1%	6%	-6%	12%
Dlhodobý nehmotný majetok	361 059	-165 740	-18 485	155 289	161%	-42%	-5%	61%
Dlhodobý hmotný majetok	-125 894	1 387 249	-1 224 638	2 015 930	-1%	7%	-6%	11%
Obežné aktíva	5 843 331	8 304 457	5 357 044	2 085 616	27%	61%	66%	34%
Zásoby	820 034	866 321	111 850	619 669	27%	39%	5%	42%
Dlhodobé pohľadávky	0	-464 575	464 575	0	-	-100%	-	-
Krátkodobé pohľadávky	1 473 552	7 210 187	4 995 839	3 175 175	8%	69%	91%	137%
Krátkodobý finančný majetok	3 549 745	692 524	-215 220	-1 709 228	335%	188%	-37%	-75%
Časové rozlíšenie A	24 809	-15 663	55 159	76 870	18%	-10%	56%	365%

Analýza pasív	Absolútna zmena				Relatívna zmena			
	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009
PASÍVA CELKOM	6 103 305	9 510 303	4 169 080	4 222 790	14%	29%	15%	17%
Vlastný kapitál	7 010 019	2 913 630	2 042 632	117 949	49%	25%	22%	1%
Základný kapitál	0	0	0	1 608 000	0%	0%	0%	13%
Fondy	145 682	0	0	0	-	-	-	-
VH minulých období	2 767 948	2 042 632	-1 490 052	-2 575 740	-113%	-45%	50%	598%
VH bežného obdobia	4 096 389	870 998	3 532 684	1 085 689	141%	43%	-237%	-42%
Cudzie zdroje	-858 488	6 559 484	2 131 897	4 064 856	-3%	31%	11%	27%
Rezervy	1 780 808	1 616 757	852 182	325 583	63%	133%	234%	860%
Dlhodobé záväzky	-401 328	804 447	9 393 354	537	-4%	9%	1749228%	-
Krátkodobé záväzky	-2 800 260	4 302 825	-1 169 361	242 144	-32%	97%	-21%	5%
Bankové úvery a výpomoci	562 292	-164 545	-6 944 278	3 496 592	9%	-3%	-53%	36%
Časové rozlíšenie P	-48 226	37 189	-5 449	39 985	-27%	26%	-4%	38%

Príloha č. 3: Horizontálna analýza výkazu ziskov a strát za obdobie 2008 až 2012 (v tis. Kč a v %.)

Výnosy	Absolútna zmena v CZK				Absolútna zmena %			
	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009
Prevádzkové výnosy	27 228 313	19 137 631	22 229 777	29 104 431	37%	35%	67%	740%
Tržby	22 775 660	20 186 794	22 469 286	26 183 306	33%	41%	79%	752%
Iné prevádzkové výnosy	4 452 653	-1 049 163	-239 509	2 921 125	91%	-19%	-5%	644%
Finančné výnosy	-162 713	483 386	1 202 830	960 540	-5%	18%	80%	177%
Výnosové úroky	111 339	89 940	77 038	40 832	43%	53%	82%	76%
Iné finančné výnosy	-274 052	393 446	1 125 792	919 708	-9%	16%	80%	188%

Náklady	Absolútna zmena v CZK				Absolútna zmena %			
	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009	2011/2012	2010/2011	2009/2010	2008/2009
Prevádzkové náklady	24 028 190	16 285 065	19 871 933	28 633 415	34%	30%	58%	526%
Výkonová spotreba	19 499 958	15 745 615	16 546 619	22 976 787	33%	36%	61%	542%
Osobné náklady	39 347	316 218	206 080	280 680	3%	33%	27%	58%
Odpisy	-240 800	38 937	893 119	1 246 156	-10%	2%	61%	597%
Iné prevádzkové náklady	4 729 685	184 295	2 226 115	4 129 792	67%	3%	48%	795%
Finančné náklady	-784 058	1 315 819	492 565	345 862	-21%	54%	25%	22%
Nákladové úroky	-16 311	-220 265	-3 953	482 055	-4%	-32%	-1%	236%
Iné finančné náklady	-767 747	1 536 084	496 518	-136 193	-23%	87%	39%	-10%

Príloha č. 4: Vertikálna analýza súvahy za obdobie 2008 až 2012 (v %.)

Vertikálna analýza aktív	2012	2011	2010	2009	2008
AKTÍVA CELKOM	100%	100%	100%	100%	100%
Dlhodobý majetok	43%	48%	58%	71%	75%
Dlhodobý nehmotný majetok	1%	1%	1%	1%	1%
Dlhodobý hmotný majetok	41%	48%	57%	70%	74%
Obežné aktíva	57%	52%	41%	29%	25%
Zásoby	8%	7%	7%	7%	6%
Dlhodobé pohľadávky	0%	0%	1%	0%	0%
Krátkodobé pohľadávky	40%	42%	32%	19%	10%
Krátkodobý finančný majetok	10%	3%	1%	2%	9%
Časové rozlíšenie A	0%	0%	0%	0%	0%

Vertikálna analýza pasív	2012	2011	2010	2009	2008
PASÍVA CELKOM	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastný kapitál	44%	34%	35%	33%	38%
Základný kapitál	29%	33%	42%	48%	50%
Fondy	0%	0%	0%	0%	0%
VH minulých období	1%	-6%	-14%	-10%	-2%
VH bežného obdobia	14%	7%	6%	-5%	-11%
Cudzie zdroje	56%	66%	65%	67%	62%
Rezervy	10%	7%	4%	1%	0%
Dlhodobé záväzky	20%	24%	29%	0%	0%
Krátkodobé záväzky	12%	21%	13%	20%	22%
Bankové úvery a výpomoci	14%	14%	19%	46%	40%
Časové rozlíšenie P	0%	0%	0%	1%	0%

Príloha č. 5: Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát za obdobie 2008 až 2012 (v %.)

Vertikálna analýza výnosov	2012	2011	2010	2009	2008
Celkové výnosy	100%	100%	100%	100%	100%
Prevádzkové výnosy	97%	96%	95%	96%	88%
Tržby	91%	94%	91%	87%	87%
Iné prevádzkové výnosy	6%	2%	5%	9%	0%
Finančné výnosy	3%	4%	5%	4%	12%
Výnosové úroky	0%	0%	0%	0%	1%
Iné finančné výnosy	3%	4%	4%	4%	11%

Vertikálna analýza nákladov	2012	2011	2010	2009	2008
Celkové náklady	100%	100%	100%	100%	100%
Prevádzkové náklady	97%	95%	96%	95%	77%
Výkonová spotreba	81%	80%	78%	76%	60%
Osobné náklady	1%	2%	2%	2%	7%
Odpisy	2%	3%	4%	4%	3%
Iné prevádzkové náklady	12%	10%	12%	13%	7%
Finančné náklady	3%	5%	4%	5%	23%
Nákladové úroky	0%	1%	1%	2%	3%
Iné finančné náklady	3%	4%	3%	4%	20%

Príloha č. 6: Výpočet vybraných druhov výsledku hospodárenia za obdobie 2008 až 2012 (v tis. Kč.)

Položky z VZaS	2012	2011	2010	2009	2008
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie (+/-)	7 010 019	2 913 630	2 042 632	-1 490 052	-2 575 741
Daň z príjmu za bežnú činnosť	409 638	684 559	-464 575	0	0
Nákladové úroky	445 555	461 866	682 131	686 084	204 029

$EAT = \text{Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie (+/-)}$

$EBT = \text{Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie (+/-)} + \text{Daň z príjmu za bežnú činnosť}$

$EBIT = \text{Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie (+/-)} + \text{Daň z príjmu za bežnú činnosť} + \text{Nákladové úroky}$

Druh výsledku hospodárenia	2012	2011	2010	2009	2008
EAT	7 010 019	2 913 630	2 042 632	-1 490 052	-2 575 741
EBT	7 419 657	3 598 189	1 578 057	-1 490 052	-2 575 741
EBIT	7 865 212	4 060 055	2 260 188	-803 968	-2 371 712

Príloha č. 7: Pyramídový rozklad ROE v rokoch 2011/2012 (v %)

ROE= EAT / VK	
20,29%	32,80%
12,51%	0,62

EAT/T		x	T/A		x	A/VK	
4,00%	7,34%		171,73%	197,10%		295,01%	226,80%
3,33%	0,83		25,36%	0,15		-68,21%	-0,23
15,99%			3,71%			-7,18%	

EAT/EBT		x	EBT/EBIT		x	EBIT/T		x	CZ/VK		x	A/CZ	
80,97%	94,48%		88,62%	94,34%		5,58%	8,23%		193,77%	126,20%		152,25%	179,72%
13,50%	0,17		5,71%	0,06		2,65%	0,48		-67,58%	-0,35		27,48%	0,18
4,10%			1,67%			10,22%			-11,81%			4,63%	

Príloha č. 8: Pyramídový rozklad ROE v rokoch 2010/2011 (v %)

ROE= EAT / VK	
17,84%	20,29%
2,44%	0,14

EAT/T	x		T/A	x		A/VK
3,89%			160,00%			287,02%
4,00%			171,73%			295,01%
0,12%			11,73%			7,99%
0,03			0,07			0,03
0,57%			1,35%			0,52%

EAT/EBT	x		EBT/EBIT	x		EBIT/T	x		CZ/VK	x		A/CZ
129,44%			69,82%			4,30%			185,79%			154,49%
80,97%			88,62%			5,58%			193,77%			152,25%
-48,46%			18,80%			1,28%			7,98%			-2,24%
-0,37			0,27			0,30			0,04			-0,01
-9,20%			4,67%			5,11%			0,80%			-0,28%

Príloha č. 9: Pyramídový rozklad ROE v rokoch 2009/2010 (v %)

[illegible]

Príloha č. 10: Pyramídový rozklad ROE v rokoch 2008/2009 (v %)

ROE= EAT / VK	
-27,74%	-15,84%
11,89%	-0,43

EAT/T	
-65,75%	-4,95%
60,80%	-0,92
106,27%	

T/A	
16,09%	104,93%
88,84%	5,52
-87,15%	

A/VK	
262,24%	305,03%
42,79%	0,16
-7,23%	

EAT/EBT	
100,00%	100,00%
0,00%	0,00
0,00%	

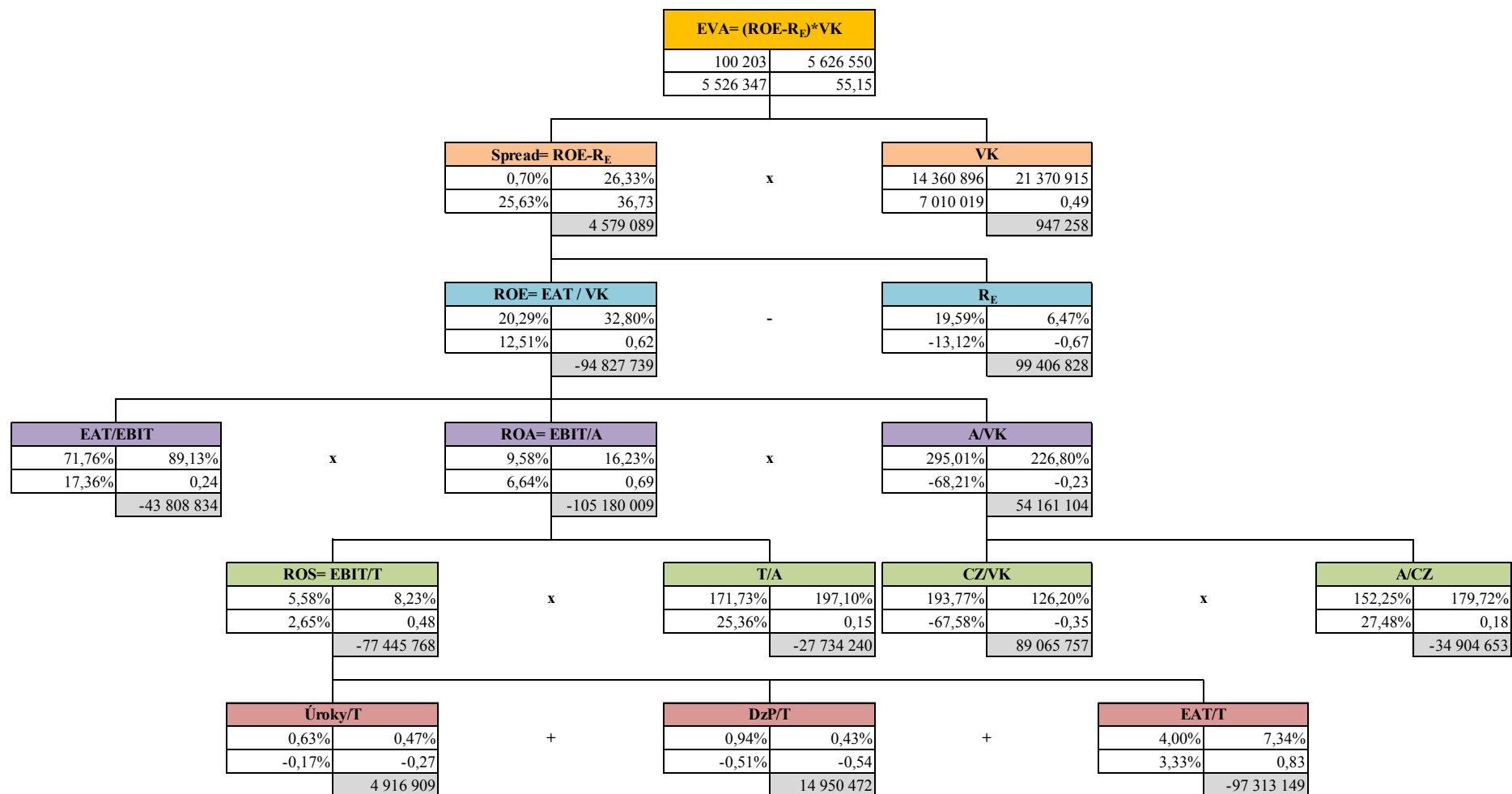
EBT/EBIT	
108,60%	185,34%
76,73%	0,71
-42,39%	

EBIT/T	
-60,54%	-2,67%
57,87%	-0,96
148,66%	

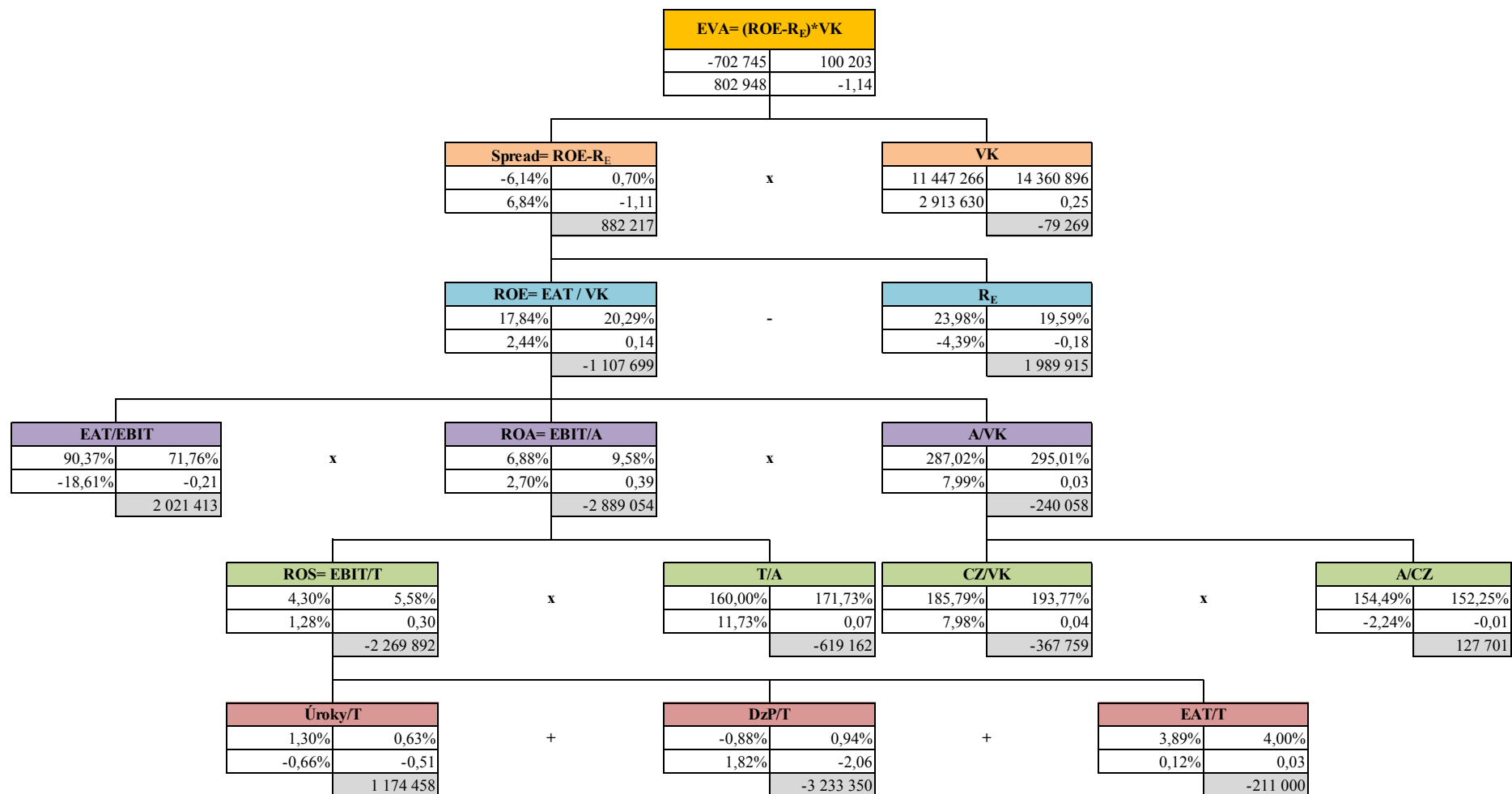
CZ/VK	
162,29%	203,48%
41,19%	0,25
-10,83%	

A/CZ	
161,59%	149,91%
-11,68%	-0,07
3,61%	

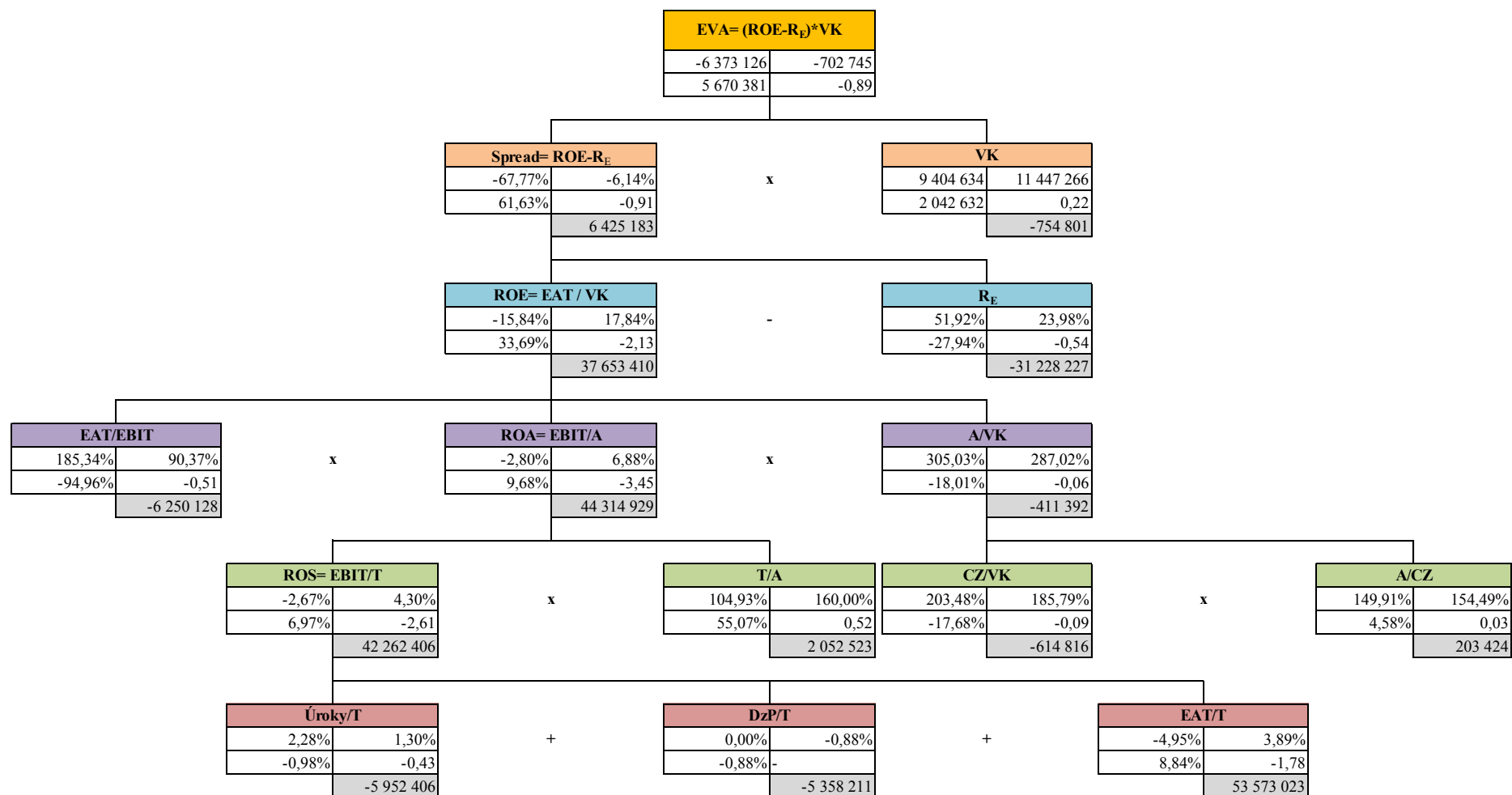
Príloha č. 11: Pyramídový rozklad EVA v rokoch 2011/2012 (v %)



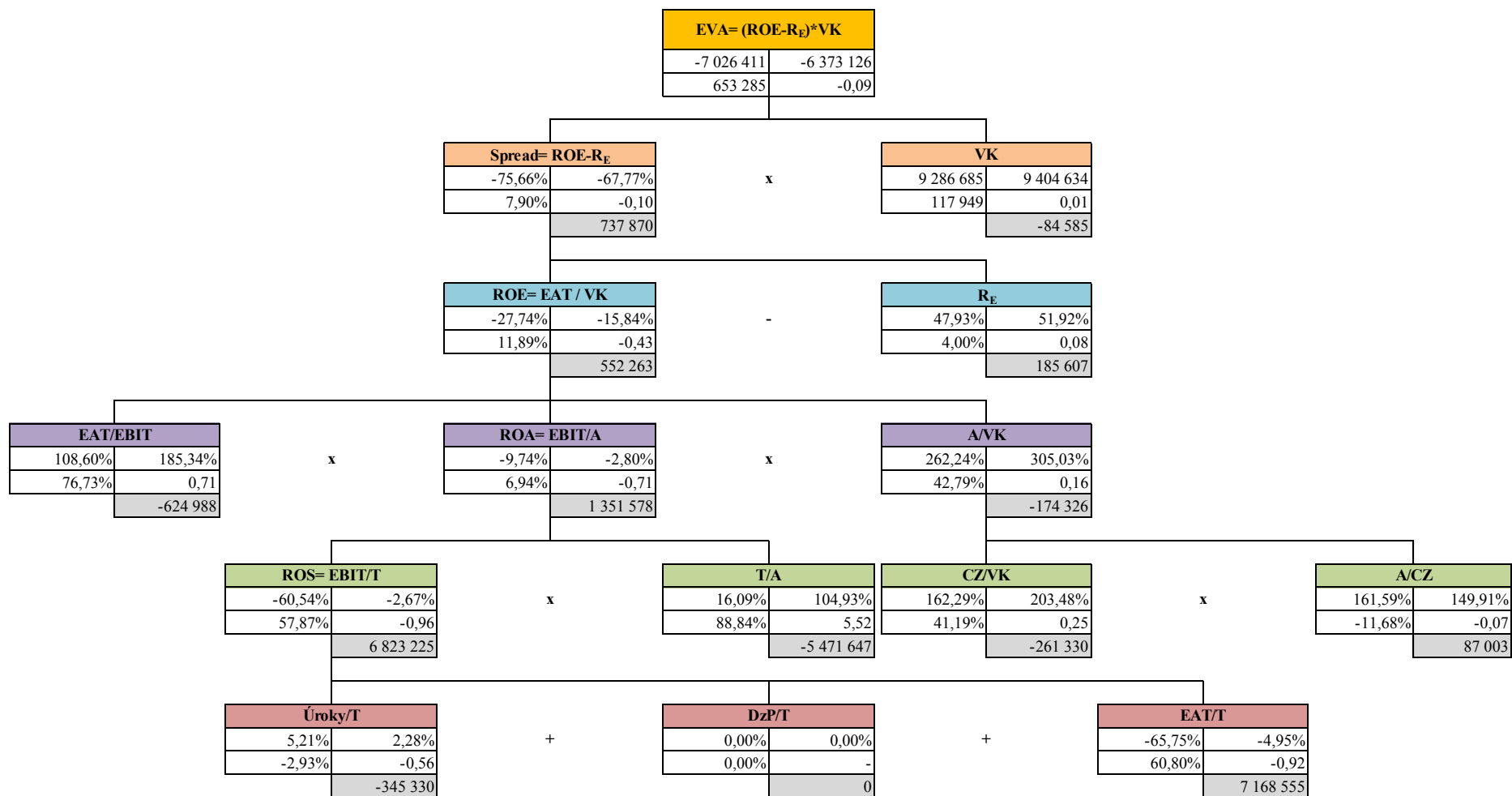
Príloha č. 12: Pyramídový rozklad EVA v rokoch 2010/2011 (v %)



Príloha č. 13: Pyramídový rozklad EVA v rokoch 2009/2010 (v %)



Príloha č. 14: Pyramídový rozklad EVA v rokoch 2008/2009 (v %)



Príloha č. 15: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru EAT/EBIT o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

α EAT/EBIT		-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2008/2009		-578 114	-593 738	-609 363	-624 988	-640 612	-656 237	-671 862
2009/2010		-5 781 368	-5 937 621	-6 093 874	-6 250 128	-6 406 381	-6 562 634	-6 718 887
2010/2011		1 869 807	1 920 343	1 970 878	2 021 413	2 071 949	2 122 484	2 173 019
2011/2012		-40 523 172	-41 618 393	-42 713 614	-43 808 834	-44 904 055	-45 999 276	-47 094 497
2008/2009	EVA abs.	5 573 221	5 557 596	5 541 971	5 526 347	5 510 722	5 495 097	5 479 473
	EVA rel.	0,85%	0,57%	0,28%	0,00%	-0,28%	-0,57%	-0,85%
2009/2010	EVA abs.	1 271 708	1 115 454	959 201	802 948	646 695	490 442	334 188
	EVA rel.	58,38%	38,92%	19,46%	0,00%	-19,46%	-38,92%	-58,38%
2010/2011	EVA abs.	5 518 775	5 569 311	5 619 846	5 670 381	5 720 917	5 771 452	5 821 987
	EVA rel.	-2,67%	-1,78%	-0,89%	0,00%	0,89%	1,78%	2,67%
2011/2012	EVA abs.	3 938 947	2 843 726	1 748 506	653 285	-441 936	-1 537 157	-2 632 378
	EVA rel.	502,95%	335,30%	167,65%	0,00%	-167,65%	-335,30%	-502,95%

Príloha č. 16: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru EBIT/T o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

α EBIT/T		-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2008/2009		6 311 483	6 482 064	6 652 644	6 823 225	6 993 805	7 164 386	7 334 967
2009/2010		39 092 726	40 149 286	41 205 846	42 262 406	43 318 966	44 375 526	45 432 087
2010/2011		-2 099 650	-2 156 397	-2 213 145	-2 269 892	-2 326 639	-2 383 387	-2 440 134
2011/2012		-71 637 336	-73 573 480	-75 509 624	-77 445 768	-79 381 913	-81 318 057	-83 254 201
2008/2009	EVA abs.	5 014 605	5 185 185	5 355 766	5 526 347	5 696 927	5 867 508	6 038 089
	EVA rel.	-9,26%	-6,17%	-3,09%	0,00%	3,09%	6,17%	9,26%
2009/2010	EVA abs.	-2 366 732	-1 310 172	-253 612	802 948	1 859 508	2 916 068	3 972 628
	EVA rel.	-394,76%	-263,17%	-131,59%	0,00%	131,59%	263,17%	394,76%
2010/2011	EVA abs.	5 840 623	5 783 876	5 727 129	5 670 381	5 613 634	5 556 887	5 500 139
	EVA rel.	3,00%	2,00%	1,00%	0,00%	-1,00%	-2,00%	-3,00%
2011/2012	EVA abs.	6 461 717	4 525 573	2 589 429	653 285	-1 282 860	-3 219 004	-5 155 148
	EVA rel.	889,11%	592,74%	296,37%	0,00%	-296,37%	-592,74%	-889,11%

Príloha č. 17: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru T/A o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

α T/A		-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2008/2009		-5 061 274	-5 198 065	-5 334 856	-5 471 647	-5 608 438	-5 745 230	-5 882 021
2009/2010		1 898 584	1 949 897	2 001 210	2 052 523	2 103 836	2 155 150	2 206 463
2010/2011		-572 725	-588 204	-603 683	-619 162	-634 641	-650 120	-665 600
2011/2012		-25 654 172	-26 347 528	-27 040 884	-27 734 240	-28 427 596	-29 120 952	-29 814 308
2008/2009	EVA abs.	5 936 720	5 799 929	5 663 138	5 526 347	5 389 555	5 252 764	5 115 973
	EVA rel.	7,43%	4,95%	2,48%	0,00%	-2,48%	-4,95%	-7,43%
2009/2010	EVA abs.	649 009	700 322	751 635	802 948	854 261	905 574	956 887
	EVA rel.	-19,17%	-12,78%	-6,39%	0,00%	6,39%	12,78%	19,17%
2010/2011	EVA abs.	5 716 818	5 701 339	5 685 860	5 670 381	5 654 902	5 639 423	5 623 944
	EVA rel.	0,82%	0,55%	0,27%	0,00%	-0,27%	-0,55%	-0,82%
2011/2012	EVA abs.	2 733 353	2 039 997	1 346 641	653 285	-40 071	-733 427	-1 426 783
	EVA rel.	318,40%	212,27%	106,13%	0,00%	-106,13%	-212,27%	-318,40%

Príloha č. 18: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru A/VK o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

α A/VK		-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2008/2009		-161 252	-165 610	-169 968	-174 326	-178 685	-183 043	-187 401
2009/2010		-380 538	-390 823	-401 107	-411 392	-421 677	-431 962	-442 247
2010/2011		-222 053	-228 055	-234 056	-240 058	-246 059	-252 061	-258 062
2011/2012		50 099 021	51 453 049	52 807 077	54 161 104	55 515 132	56 869 159	58 223 187
2008/2009	EVA abs.	5 539 421	5 535 063	5 530 705	5 526 347	5 521 988	5 517 630	5 513 272
	EVA rel.	0,24%	0,16%	0,08%	0,00%	-0,08%	-0,16%	-0,24%
2009/2010	EVA abs.	833 802	823 518	813 233	802 948	792 663	782 378	772 094
	EVA rel.	3,84%	2,56%	1,28%	0,00%	-1,28%	-2,56%	-3,84%
2010/2011	EVA abs.	5 688 386	5 682 384	5 676 383	5 670 381	5 664 380	5 658 378	5 652 377
	EVA rel.	0,32%	0,21%	0,11%	0,00%	-0,11%	-0,21%	-0,32%
2011/2012	EVA abs.	-3 408 798	-2 054 771	-700 743	653 285	2 007 312	3 361 340	4 715 367
	EVA rel.	-621,79%	-414,53%	-207,26%	0,00%	207,26%	414,53%	621,79%

Príloha č. 19: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru R_E o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

α R_E		-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2008/2009		171 686	176 326	180 966	185 607	190 247	194 887	199 527
2009/2010		-28 886 110	-29 666 816	-30 447 521	-31 228 227	-32 008 933	-32 789 638	-33 570 344
2010/2011		1 840 672	1 890 419	1 940 167	1 989 915	2 039 663	2 089 411	2 139 159
2011/2012		91 951 316	94 436 487	96 921 657	99 406 828	101 891 999	104 377 169	106 862 340
2008/2009	EVA abs.	5 512 426	5 517 066	5 521 706	5 526 347	5 530 987	5 535 627	5 540 267
	EVA rel.	-0,25%	-0,17%	-0,08%	0,00%	0,08%	0,17%	0,25%
2009/2010	EVA abs.	3 145 065	2 364 359	1 583 654	802 948	22 242	-758 463	-1 539 169
	EVA rel.	291,69%	194,46%	97,23%	0,00%	-97,23%	-194,46%	-291,69%
2010/2011	EVA abs.	5 521 138	5 570 885	5 620 633	5 670 381	5 720 129	5 769 877	5 819 625
	EVA rel.	-2,63%	-1,75%	-0,88%	0,00%	0,88%	1,75%	2,63%
2011/2012	EVA abs.	-6 802 227	-4 317 057	-1 831 886	653 285	3 138 455	5 623 626	8 108 797
	EVA rel.	-1141,23%	-760,82%	-380,41%	0,00%	380,41%	760,82%	1141,23%

Príloha č. 20: Analýza citlivosti vplyvov – vplyv zmeny faktoru VK o parameter α na zmenu EVA (v absolútnych hodnotách a v %)

VK α		-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2008/2009		-78 241	-80 356	-82 471	-84 585	-86 700	-88 815	-90 929
2009/2010		-698 191	-717 061	-735 931	-754 801	-773 671	-792 541	-811 411
2010/2011		-73 323	-75 305	-77 287	-79 269	-81 250	-83 232	-85 214
2011/2012		876 213	899 895	923 576	947 258	970 939	994 621	1 018 302
2008/2009	EVA abs.	5 532 691	5 530 576	5 528 461	5 526 347	5 524 232	5 522 117	5 520 003
	EVA rel.	0,11%	0,08%	0,04%	0,00%	-0,04%	-0,08%	-0,11%
2009/2010	EVA abs.	859 558	840 688	821 818	802 948	784 078	765 208	746 338
	EVA rel.	7,05%	4,70%	2,35%	0,00%	-2,35%	-4,70%	-7,05%
2010/2011	EVA abs.	5 676 326	5 674 345	5 672 363	5 670 381	5 668 400	5 666 418	5 664 436
	EVA rel.	0,10%	0,07%	0,03%	0,00%	-0,03%	-0,07%	-0,10%
2011/2012	EVA abs.	582 240	605 922	629 603	653 285	676 966	700 648	724 329
	EVA rel.	-10,87%	-7,25%	-3,62%	0,00%	3,62%	7,25%	10,87%